

2023 **1** vol. 19

국제금융 INSIGHT



국제금융 INSIGHT

Korea Center for International Finance

CONTENTS

2023. 1_ January
vol. 19

CEO's Letter

동향 & 전망 03

- 세계경제
- 국제 · 국내금융시장
- 글로벌 은행산업

국제금융센터의 시각 15

- 이달의 관전포인트
- 글로벌 리스크 워치
- 관심보고서 다시 읽기

칼럼 55

- 중국의 위드 코로나 전환과 경제 영향
백진규 신흥경제부 부전문위원

최근 발간 보고서 목록 62

발행처
국제금융센터

발행인
이용재

편집
종합분석실

주소
서울시 중구 명동1길 19
은행회관 3층

전화
02)3705-6200

편집디자인·인쇄
고려프린텍
02)2274-4399

본지에 기재된 내용은 국제금융센터
홈페이지(www.kcif.or.kr)를 통해서
볼 수 있습니다.

※ '23.1월호 주요지표는 담당부서(조기경보부) 사정으로 잠시 쉬어갑니다. 많은 양해부탁드립니다.

국제금융시장의 이른 봄, 언제까지 이어질까?

이용재 | 국제금융센터 원장

지난해 말 많은 경제기관들은 2023년 세계경제가 통화긴축 후유증이 본격화되면서 침체에 돌입하고, 국제금융시장도 부진을 면치 못할 것이라고 예상하였습니다.

하지만 예상과는 달리, 올해 1월 국제금융시장은 세계경제 낙관론 등에 힘입어 호조를 보이고 있습니다. 미국 S&P500 지수가 1월중 5% 상승하는 등 대다수 국가의 주가가 반등하였고, 주요국 국채금리도 하락 추이에 있습니다. 달러화지수도 지난해 10월 고점대비 7% 하락하면서 지난해 국제금융시장 변동성을 주도했던 강달러 현상이 누그러진 모습입니다.

최근 국제금융시장에 훈풍이 부는 것은 ▲주요국 인플레이션 정점 통과에 따른 통화긴축 완화 기대 ▲주요국 경제전망 개선 ▲중국의 리오프닝 전망 등에 기인합니다. 즉, 지난해 12월 연준, ECB 등 주요 중앙은행이 금리인상폭을 50bp로 축소하는 등 통화긴축 감속 기대가 커진 상황에서 주요국 경제가 예상보다 양호할 수 있다는 기대감이 크게 작용한 결과입니다.

하지만 국제금융시장의 물줄기 자체가 회복세로 전환하였다고 인식하는 것은 시기상조로 보입니다. 이렇게 판단하는 이유는 우선 인플레이션과 통화긴축 안정과 관련하여 경제지표로 확인되지 않았기 때문입니다. 물가와 통화긴축 완화에 대한 기대감이 금융시장에 선반영되면서 지난해 억눌려있던 투자 심리가 일부 회복되었지만, 임금상승, 에너지가격 반등 등 물가상승 압력이 여전히 정책금리가 인하보다는 높은 수준을 유지할 것이라는 전망이 아직까지 우세합니다.

또한 국제기구를 비롯한 주요기관들은 올해 “얕은” 수준의 글로벌 경기침체가 찾아올 수도 있다고 전망하는데, 금융시장은 경기침체 가능성을 의미있게 반영하고 있지 않은 모습입니다. 모건스탠리, 제이피모건 등 IB들은 금융시장이 경기침체를 비롯한 최악의 시나리오를 반영하지 않았으며, 자산가격 바닥이 아직 오지 않았다고 지적합니다.

아울러 고금리 후유증이 아직 실물경제에 반영되지 않은 것으로 보입니다. 공격적인 금리인상의 효과가 어느정도 시차를 두고 나타나는 점을 감안하면, 하반기에는 주요국 부동산 시장 악화, 기업파산, 고부채 국가 불안 등의 문제가 발생할 가능성이 상존합니다. 이는 돌발악재로서 금융시장을 재차 악화시킬 수 있습니다.

과거 경기침체 기간중 금융시장은 대부분 침체 기간중에 기초적인 흐름의 전환이 나타났습니다. 일부에서는 최근 긍정적인 경제지표에 무게를 두어 금융시장이 이미 바닥을 찍었다고 주장하지만, 대다수는 침체 이전 저점 형성 사례가 없었다는 점을 꼬집으며 최근 국제금융시장의 회복세가 일시적일 수 있음을 경고합니다. 물론 세계경제가 견조한 흐름에서 벗어나지 않으며 침체의 우려를 덜어내는 것이 최상의 시나리오지만, 아직까지는 세계경제에 대한 비관적인 요인들이 우세한 상황임을 감안하면 거안사위(居安思危)의 자세로서 혹시 모를 위험을 미리 경계하고 대비해야 하겠습니다.

01

동향 & 전망

- 세계경제
- 국제 · 국내금융시장
- 글로벌 은행산업



세계경제

세계경제

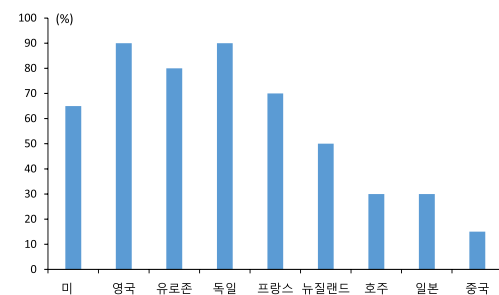
주요국 지표 등락 속 경기침체 우려 지속. 中 감염확산으로 단기 하방위험 증가

○ 美, 유럽 등 노동·서비스 건조, 심리지표 개선 불구 주택경기 하강, 제조업 둔화 등 하방압력도 점증. 성장세 유지 시에도 긴축 지속으로 향후 침체로 연결 소지

* WSJ/FT 설문조사, 올해 美 경기침체 및 유로존 역성장 예상. IMF, 올해 세계경제 1/3 경기침체 전망

－ 中 대규모 감염으로 단기 성장 악화 불가피, 2분기 이후 소비 등 성장 회복 기대

그림1 주요국 1년내 경기침체 확률



자료: Bloomberg

그림2 주요국 성장률 전망치

글로벌		미국				유로존			
'22년	'23년	4Q	1Q	'22년	'23년	4Q	1Q	'22년	'23년
3.2	2.1	1.0	0.3	2.0	0.4	-1.5	-1.6	3.3	-0.3
-	(0.1)	-	(0.1)	(0.1)	(0.2)	(0.1)	-	(0.1)	(0.1)
신중국		중국				일본			
'22년	'23년	Q3	Q4	'22년	'23년	Q3	Q4	'22년	'23년
3.6	3.5	2.0	1.7	2.9	4.8	3.4	1.1	1.3	1.3
-	(0.1)	(-1.3)	(-1.0)	(-0.2)	(0.2)	(-0.1)	(0)	(-0.2)	-

자료: 8개 IB 평균. 주: 12월말 기준. 괄호는 전월대비 변화(%p)

미 국

고용 등 견고하나 고강도 긴축 효과로 실물경기 둔화되며 경기침체 우려 지속

○ 노동시장 견조(12.17일 신규실업청구 22.5만) 불구 부동산경기 악화(11월 기준주택판매 -7.7%, mom) 속 소비·생산지표 둔화(개인소비 0.1%, 산업생산 -0.2%). 4분기 성장(IB 1.0~Atl Fed 3.7%)

○ 작년 425bp 금리인상(4.25~4.5%)에 이어 상반기 2~3회 추가인상(50~100bp)을 통해 정책금리가 5~6월 중 고점에 도달할 것이라는 전망이 우세(주요 IB 5.0~5.5%)

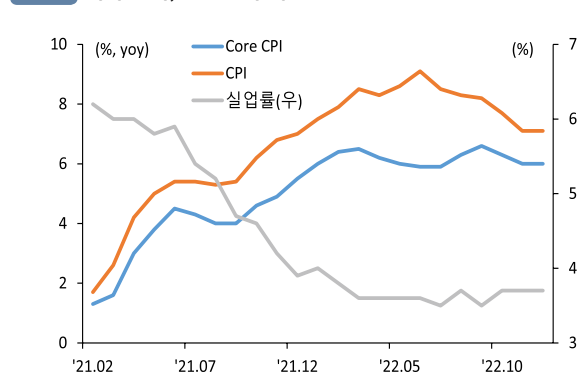
－ 정책금리 또는 수익률 곡선 전반이 인플레이션을 상회할 때까지(want to get the policy rate to a level where the real interest rate is positive, rates across the curve 11/2 파월 의장) 금리인상 전망

그림3 주요 IB 미국 정책금리 전망

	'23Q1	'23Q2	'23Q3	'23Q4	'24Q1
Barclays	5.25	5.25	5.25	4.75	4.25
BoA	5.25	5.25	5.25	5.00	4.50
Citi	5.25	5.50	5.50	5.50	5.00
Deutsche Bank	5.00	5.25	5.25	4.75	3.75
Goldman Sachs	5.00	5.25	5.25	5.25	5.25
JPMorgan	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00
Nomura	5.00	5.00	4.75	4.25	3.75
중간값	5.00	5.25	5.25	5.00	4.50
연준	-	-	-	5.25	-

자료: 주요 IB, 연준(12월 FOMC)

그림4 미국 물가, 실업률 추이



자료: Bloomberg

유로존

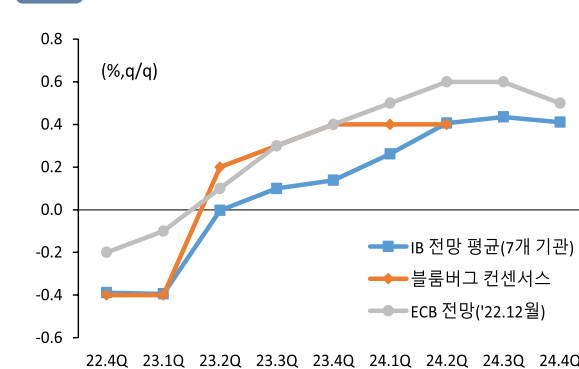
고물가 지속되는 가운데 '22.4분기부터 금년 1분기까지 완만한 역성장 지속 예상

○ '22.4분기 소비위축(10월 소매판매 -1.5%)이 심화되고 산업생산(-2.0%)도 부진하나 에너지 위기가 다소 완화되면서 예상보다 얇은 수준의 경기침체('22.4분기~'23.1분기, 각 -0.4%(q/q)) 전망

－ 유로존(12월 48.8)과 독일(48.9) 등 주요국 PMI는 6개월 연속 수축 구간(50하회)에 있으나 11~12월 연속 전월대비 상승. 소비자신뢰지수(12월, -22.2)도 7개월래 최고수준 회복

○ 정책금리(2.0%)가 중립수준(1~2% 추정)에 도달함에 따라 향후 금리인상은 감속 여지가 크나 고물가 압력(2분기까지 7% 상회 전망) 감안 시 상반기까지 추가 인상(최종 3.0~3.5%) 전망

그림5 유로존 분기별 성장률 전망



자료: Bloomberg

그림6 유로존 정책금리 전망

	'23Q1	'23Q2	'23Q3	'23Q4	'24Q1
Barclays	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
BoA	3.0	3.5	3.5	3.5	3.5
Citi	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
GS	3.0	3.25	3.25	3.25	3.25
HSBC	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
JPM	3.0	3.25	3.25	3.25	3.25
Nomura	3.0	3.5	3.5	3.5	3.5
UBS	3.0	3.0	3.0	3.0	2.75
중간값	3.0	3.125	3.125	3.125	3.0

자료: 각 IB

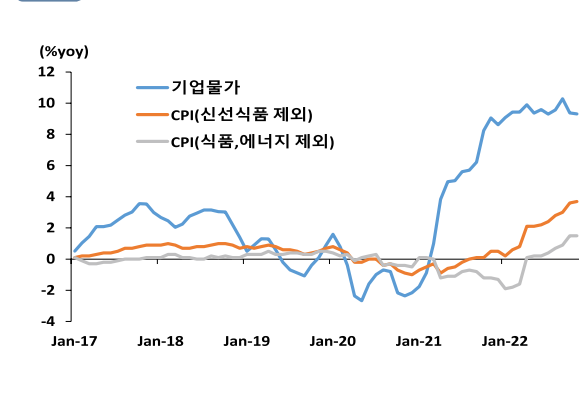
일 본

완만한 경기회복 및 물가 상승세 이어지는 가운데 통화정책 불확실성 부각

○ 경제활동 재개, 정부지출 등이 경기를 뒷받침하는 한편, 대외수요 둔화 등은 하방요인. 근원물가 상승률 작년말(4% 내외 추정) 정점 후 점차 2%대 회귀 전망

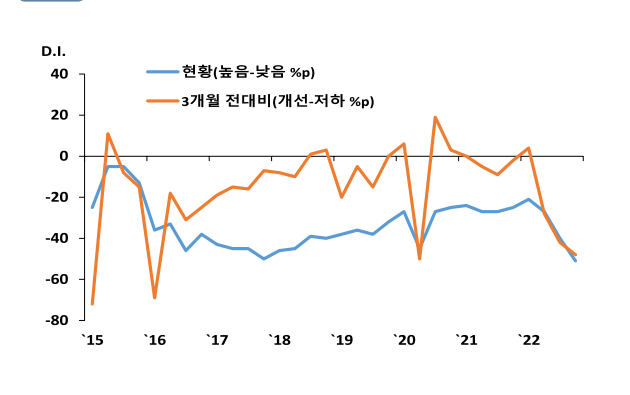
－ 일본은행 수익률곡선관리(YCC) 변경(변동허용폭 $\pm 0.25 \rightarrow \pm 0.5\%$)에도 물가목표 달성 기대 난, 대규모 정부부채 등 고려시 정책금리 인상은 어려우나, 시장기능 개선 목적의 추가 조치 가능성(제로금리 탈피/YCC 추가 변경) 등 정책 불확실성

그림7 일본 기업 및 소비자 물가



자료: CEIC

그림8 일본 채권시장 기능지수



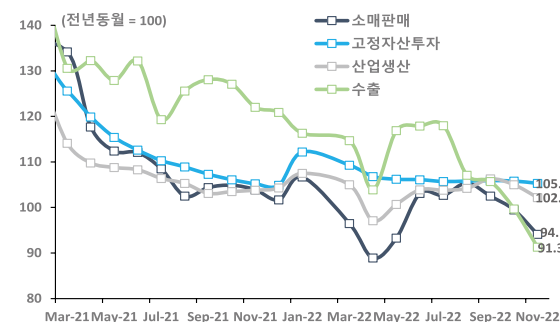
자료: 일본은행

중국

대외수요가 둔화되는 가운데 위드코로나 전환 부작용도 가세해 경기 하방압력 증대

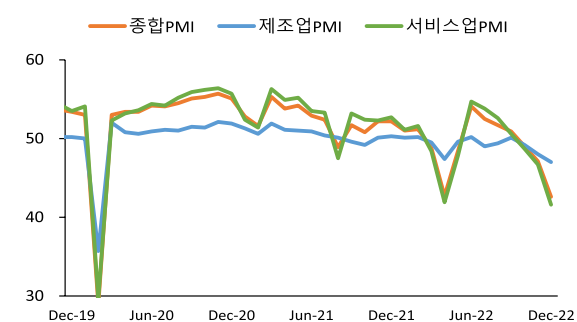
- 11월 수출(-0.3%→-8.7%), 소비(-0.5%→-5.9%, yoy), 생산(5.0%→2.2%) 증가율이 크게 악화. 12월 종합 PMI도 47.1→42.6로 '20.2월 이래 최저(제조업 47.0, 서비스업 41.6)
- 1.8일부터 격리 조치를 전면 해제하면서 금년 1분기까지는 코로나 확산에 따른 경제활동 위축이 불가피. 특히 1월 춘제(설) 연휴가 확산의 기폭제로 작용할 우려
 - 다만, 2분기부터 집단면역 효과가 나타나면서 소비 회복이 기대. 또한 당국이 성장, 고용 등을 위해 적극적인 재정정책과 규제 완화를 강조한 점도 긍정적

그림9 중국 생산/소비/투자/수출 지표



자료: CEIC, Bloomberg

그림10 중국 PMI



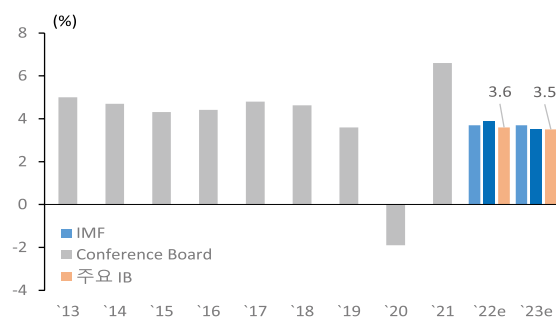
자료: CEIC

신중국

금년 신중국 성장률은 대외수요 위축 등으로 작년대비 소폭 둔화 예상(3.6% → 3.5%)

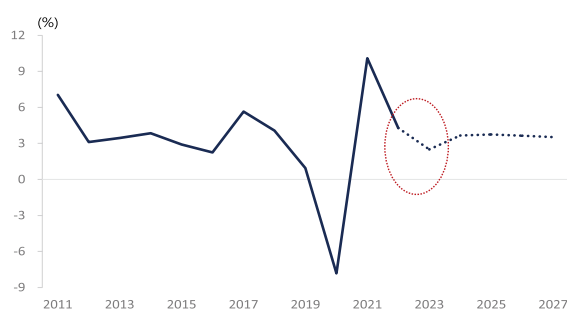
- 지역별로는 아시아가 양호한 소비여력(GDP 대비 민간 순저축 5.7%)과 중국 경제 회복 등에 힘입어 작년 4.4%에서 금년 5% 내외로 상승하며 신중국 성장을 주도할 것으로 기대
 - 반면 중동·중남미 지역의 경우 주요 수출품 가격의 하락, 기저효과 등으로 금년대비 성장률 둔화 전망. 동유럽·아프리카는 에너지 및 식량 위기 우려가 지속
- 대체적으로 통화긴축 종료 지연, 신용위험 확대, 중국 경기부진, 지정학적 리스크 등이 우려

그림11 신중국 연간 성장률 전망



자료: IMF, Conference Board, IBs('22.12월말 기준)

그림12 글로벌 교역증가율 전망



자료: IMF(점선은 전망치)

세계 주요국 경제지표 전망

경제성장률(%)

(12월말 기준)

	분기별				2023f	2024f
	22.4Q	23.1Q	23.2Q	23.3Q		
세계경제					3.2	2.8
미국	1.0	0.3	-0.4	-0.8	0.4	0.6
유로존	-1.5	-1.6	0.0	0.6	-0.3	1.0
중국	2.0	1.7	6.6	4.3	4.8	5.3
일본	3.4	1.1	0.9	0.3	1.3	0.9

*분기별 전망: QoQ 연율 %, 중국은 YoY

아시아 주요국 경제지표 전망

(12월말 기준)

	경제성장률(%)			물가(CPI, %)			경상수지(% of GDP)		
	2022f	2023f	2024f	2022f	2023f	2024f	2022f	2023f	2024f
한국	2.5	1.1	2.0	5.1	3.2	1.8	1.4	1.8	3.0
대만	3.0	2.0	2.5	3.0	1.9	1.6	12.4	11.3	11.5
홍콩	-3.0	2.8	3.0	1.9	2.3	2.2	5.6	4.9	5.3
인도	7.2	5.8	5.9	6.5	5.2	5.0	-3.4	-2.8	-1.1
인도네시아	5.2	4.5	4.9	4.3	4.4	3.1	0.7	-0.2	-0.5
말레이시아	8.8	4.0	4.1	3.4	3.1	2.2	1.8	1.8	2.2
필리핀	6.9	5.1	5.6	5.5	4.6	3.1	-5.1	-4.1	-3.0
싱가포르	3.6	1.8	2.3	6.1	4.9	2.4	18.1	14.4	15.1
태국	3.3	3.7	3.4	6.2	2.9	1.7	-3.0	2.6	4.5
베트남	7.9	6.0	7.3	3.4	4.3	4.0	-1.2	-1.0	2.6

*주요 9개 해외투자은행(Barclays, BoA-ML, Citi, Credit Suisse, GS, JPM, HSBC, Nomura, UBS) 전망치를 집계

국제금융시장

국제금융시장에서는 인플레이 둔화에도 연준의 매파적 입장 등으로 위험회피 분위기 속 변동성 확대

주 식

세계주가는 연준의 통화긴축 장기화 의지 표명, 미국 빅테크 실적전망 악화, 중국 코로나 확산에 따른 공급망 차질 등으로 하락(11월말 대비 전세계 -4.7%, 미국 S&P -5.9%, 유럽 -2.5%, 신흥국 -2.3%)

○ 당분간 경기침체 폭에 대한 불안감이 주가 하방요인으로 작용할 전망. 단기적으로는 1월 어닝시즌 중 기업들의 실적 가이드نس가 가장 큰 변수

채 권

美 장기금리(10년)는 인플레이션 지표 둔화에도 불구하고 연준의 매파적 입장 지속, 일본은행의 전격적인 YCC 정책 조정 등으로 상승(3.87%, +26p)

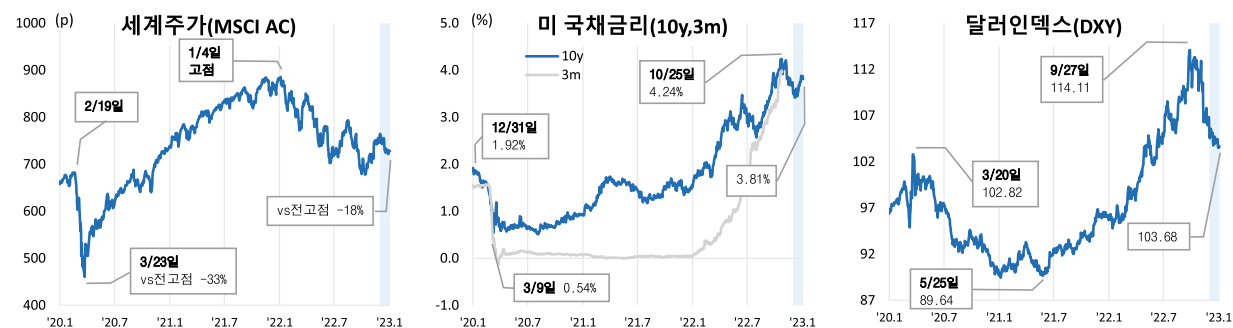
○ 연준의 추가 금리인상(50~75bp) 전망에 따라 연초 장기금리 상승세가 이어질 가능성이 있으나, 이후 금리인상 사이클이 마무리되고 경기둔화가 진행되면서 완만한 하락 전환 예상(IB 전망치 평균: '23.1분기말 3.84%, 2분기말 3.65%)

외 환

美 달러화는 연준 통화긴축 장기화 표명에도 미국과 주요국간 통화정책·금리격차 축소 등으로 약세(-2.3%). 엔화는 YCC 정책 조정 여파로 큰 폭 강세(+5.5%)

○ 달러화는 ECB의 추가 금리인상 전망, 일본기업들의 자국송금(repatriation) 확대, 중국 경제 재개 방에 따른 위험선호 등이 복합적으로 작용하며 강세기조 억제 전망

'20.1월 이후 국제금융시장 흐름 (세계주가, 미국채금리, 달러인덱스)



자료: Bloomberg. 음영구간은 12/1일~현재

국내금융시장

국내금융시장은 대외 위험회피 분위기를 반영하면서도 원화는 강세 지속

주 식

코스피는 국내외 경제둔화 우려, 반도체 업종 중심의 국내 수출기업 이익 전망치 하락, 해외 증시 약세 등으로 하락(-10.0%)

○ '22년 4분기 실적발표 중 기업들의 보수적 가이드نس로 증시 변동성이 확대되었으나 최근 낮아진 주가 밸류에이션이 하단을 지지할 전망

채 권

국고채 금리(3년)는 연준의 매파적 기조 유지, BOJ YCC 조정 발표, 중국 리오프닝 기대 등의 영향으로 상승(+9bp, 3.78%). CDS도 확대(+6bp)

○ 주요 IB들은 긴축적 금융여건, 대외 수요 둔화가 금년 한은 금리인상의 제약 요인으로 작용할 것이라고 평가하며 1월 금통위에서 최종 25bp 인상 또는 동결을 전망. CPI는 1분기 5% 이하, 2분기 3% 이하 수준으로 둔화 예상

외 환

원화는 주가하락에도 불구하고 달러화 약세/중국 위안화 및 일본 엔화 강세, 연말 네고자금 유입과 해외투자펀드 환매 등으로 강세(+3.6%)

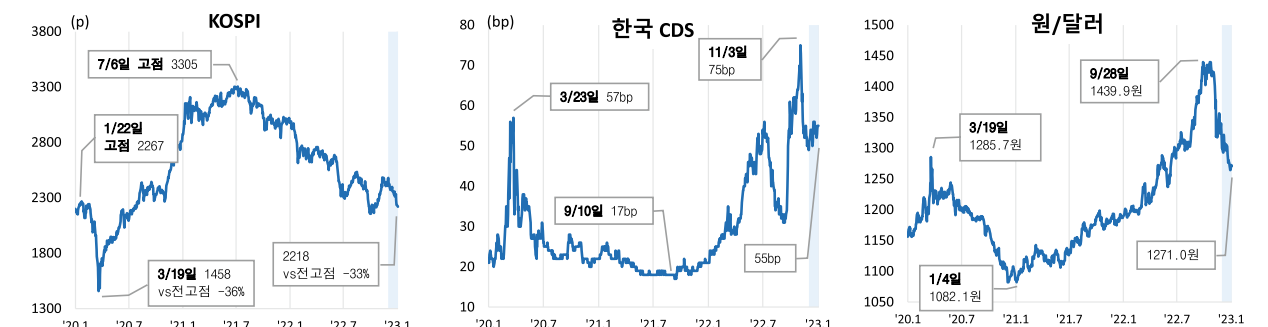
○ 원화는 단기간 큰 폭 강세에 따른 부담, 중국의 코로나 방역 완화 관련한 최근 위안화 강세 둔화 소지, 무역적자 지속 우려 등으로 추가 강세가 제한될 가능성

증권자금

외국인 주식 순매도 전환(11월 +4.1조원 → 12월 -1.7조원, 연간 -11.0조원). 채권도 순회수 전환(+0.7조원 → -4.0조원, 연간 +5.8조원)

○ 주식+채권(조원): ('20년) +1.3 → ('21년) +38.6 → ('22.1분기) +0.3 → (2분기) -11.7 → (3분기) +4.0 → (10월) +3.1 → (11월) +4.9 → (12월) -5.7

'20.1월 이후 국내금융시장 흐름 (코스피, 한국CDS, 원/달러 환율)



자료: Bloomberg. 음영구간은 12/1일~현재

글로벌 은행산업

글로벌은행부

주요 투자은행 환율 전망(11.21일 기준)

		3개월	6개월	9개월	12개월
엔화	평균* 최고/최저	134.110 140/120	132.63 138/125	128.79 136/121	125.60 135/120
유로화**	평균 최고/최저	1.0444 1.11/1.00	1.0688 1.13/1.00	1.0957 1.15/1.03	1.1040 1.16/1.06
위안화	평균 최고/최저	6.9633 7.40/6.50	6.8700 7.20/6.40	6.8014 7.10/6.35	6.7580 7.20/6.30

* 최고/최저제외 ** 1유로당 달러(엔, 위안은 1달러당 해당 통화)

주요 투자은행 금리전망

United States											
	전망일	Fed Funds Target Rate(상단)					10 Yr Treasury				
		current*	23.Q1	23.Q2	23.Q3	23.Q4	current*	23.Q1	23.Q2	23.Q3	23.Q4
Bank of America	12/16	4.50	5.25	5.25	5.25	5.00	3.48	4.00	3.75	3.50	3.25
Barclays	12/16	4.50	5.25	5.25	5.25	4.75	3.48	3.70	3.65	3.60	3.50
Citi	12/23	4.50	5.25	5.50	5.50	5.50	3.58	4.35	4.34	4.35	4.35
Goldman Sachs	12/17	4.50	5.00	5.25	5.25	5.25	3.48	4.10	4.05	4.00	4.00
HSBC	12/15	4.50	5.00	5.00	5.00	5.00	3.57	3.70	3.30	2.90	2.50
JP Morgan	12/16	4.50	5.00	5.00	5.00	5.00	3.48	4.00	3.90	3.70	3.40
Nomura	12/17	4.50	5.00	5.00	4.75	4.25	3.48	2.85	2.30	2.20	2.10
Wells Fargo	12/8	4.50	5.25	5.25	5.25	5.25	3.48	4.00	3.90	3.55	3.25
평균			5.13	5.19	5.16	5.00		3.84	3.65	3.48	3.29
최고			5.25	5.50	5.50	5.50		4.35	4.35	4.35	4.35
최저			5.00	5.00	4.75	4.25		2.85	2.30	2.20	2.10

* current rate는 전망일 현재 Bloomberg 중가

Eurozone						
	전망일	Deposit Rate				
		current*	23.Q1	23.Q2	23.Q3	23.Q4
Bank of America	12/16	2.00	3.00	3.50	3.50	3.50
Barclays	12/16	2.00	3.00	3.00	3.00	3.00
Citi	12/15	2.00	2.50	2.50	2.50	2.50
Commerzbank	12/12	2.00	2.75	3.00	3.00	3.00
Goldman Sachs	12/17	2.00	3.00	3.25	3.25	3.25
HSBC	12/15	2.00	3.00	3.00	3.00	3.00
JP Morgan	12/16	2.00	2.50	2.50	2.50	2.50
UBS			2.50	2.75	2.75	2.75
평균			2.78	2.94	2.94	2.94
최고			3.00	3.50	3.50	3.50
최저			2.50	2.50	2.50	2.50

* current rate는 전망일 현재 Bloomberg 중가

** 빨간색: 금리전망 상향조정/ 파란색: 금리전망 하향조정

미국 대형은행 수장들, '23년 경기침체 발생 가능성 예상

- JPMorgan의 CEO인 다이먼은 폭풍은storm cloud이 다가오고 있다고 평가. 아직까지는 양호한 소비자 지출이 둔화되어 경미하거나 또는 심각한 경기침체가 발생할 가능성 경고
 - 실업률의 경우 '23년 상승세를 보여 '24년 정점에 도달할 전망
- BofA의 CEO인 모이니한은 미국 경제가 '23년 상반기 중 역성장세를 나타내며 전체적으로 얇은 경기침체에 직면할 가능성 언급
- Citi의 CEO인 프레이저는 '23년 하반기 미국이 경기침체에 접어들 것으로 전망. 이미 침체에 진입한 유럽의 경우 에너지 위기로부터 회복하는 데 수년이 걸릴 가능성 지적
- 아울러 미국 내 은행, 핀테크사, 지급결제사 등 금융기관 임원들을 대상으로 한 서베이에서 83%가 적어도 2023년 하반기까지는 완전한 경제회복을 기대하지 않는다는 가정 하에 경영전략 계획을 수립하고 있다고 답변(American Banker/Arizent)

유로존 은행권, '23년 9년만에 대출 축소에 나설 가능성

- 은행들은 금리상승 및 경기침체라는 불확실성 속에서 '14년 이래 처음으로 대출을 축소할(-1.8%) 것으로 예상. 실질 가계소득 저하 등으로 대출수요 역시 줄어들 전망(EY)
 - 결과적으로 향후 은행권의 대출 축소가 현금미 부족한 기업들의 자금조달을 한층 더 어렵게 만들 수 있음을 우려

주요국 정책당국, 금리상승 등에 따른 은행의 미실현 손실 우려

- 미국 감독당국은 금리인상으로 인한 채권 포트폴리오에서 미실현 손실이 확대할 것을 우려
 - 일부 은행들에서 유동성 압박이 계속 심화될 경우 보유자산을 급매할 가능성 상당. 또 손실이 실현되는 경우 자본비율이 규제비율을 하회할 위험도 상존
- 일본금융청Financial Service Agency은 일본은행BoJ이 현재의 초완화정책을 전환할 경우 은행들이 보유한 국채(\$1.1조)에서 대규모 미실현 손실이 발생할 수 있음을 경고
 - FSA는 지역은행들을 포함한 은행권 전체가 증권에서 발생한 손실을 기록하도록 요구받는다 면 일시적이더라도 은행에 대한 신뢰를 약화시킬 수 있다고 지적
- 한편 ECB는 유로존 은행들이 금리 상승, 고물가 및 침체 가능성 등으로 인한 부실대출 확대와 자금 조달 압박 위험을 경고. 감독당국은 은행들을 더 자주 조사하고, 특히 대형 은행들에 대해서는 선별적인 조사를 진행할 계획

주요국, 은행권 대상 가상자산 관련 규제 진전

- 뉴욕금융감독청Department of Financial Services, 은행들이 암호화폐 등 디지털자산 관련 사업을 승인받기 위해 금융감독청에 제출해야하는 정보 목록을 발표
 - 은행들은 최소 90일 전에 사업 활동의 세부사항을 포함한 사업계획서를 제출하고, 해당 서비스의 제공이 은행의 자본 및 유동성에 미칠 영향에 대해서도 알릴 필요

- 또한 중앙은행 총재 및 감독기관장들GHOS 역시 바젤위원회의 은행 가상자산 보유 규제를 승인
 - 위험도가 낮은 그룹1 가상자산은 기존의 위험가중치 적용, 위험도가 높은 그룹2 가상자산(담보가 없는 암호자산, 스테이블 코인 등)에 대해서는 더 보수적인 규제 적용

브라질 디지털 은행 C6 Bank, 국내 최초 오프라인 지점 개소

- JPMorgan이 지분 40%를 인수한 브라질 C6 Bank가 수 주 내에 5개의 오프라인 지점을 개소할 예정. 수개월 내 부유층이 많이 거주하는 도시에 1개 이상의 지점을 마련함으로써 연말까지 수십개의 영업점을 보유할 계획
- 한편 일본의 MUFG는 가상 신용카드, 할부 쇼핑 및 투자 플랫폼, 네오뱅크 등의 서비스를 제공하는 인도네시아 핀테크 업체인 Akulaku에 \$2억을 투자해 동남아 지역 내 입지 강화를 모색

독일 Bitcoin Group 등 핀테크들의 은행 인수 타진

- 독일 가상자산 투자회사인 Bitcoin Group은 현지 은행 Bankhaus von der Heydt를 인수. Bankhaus는 세계에서 가장 오래된 은행 중 한 곳. 인수 금액은 €1,400만(\$1,500만)이며 '23.3분기 인수 완료 계획
- 핀테크 Figure Technologies(주택담보대출 채용자, HELOC 및 자산관리 서비스 제공)의 기업인수 목적회사SPAC는 도매금융 및 금융지주회사와의 합병 의향서를 제출. 자사의 블록체인 기술을 인수 금융기관에 접목하는 것이 목표

글로벌 은행들, SBTi 준수 등 기후대응 강화 노력 지속

- NatWest는 영국 은행들 중 처음으로 SBTi로부터 2030년 탄소감축 목표 승인을 획득. ProCredit은 NZBA 가입 및 SBTi를 기준으로 하는 탄소감축목표를 설정할 것을 약속
- JPMorgan은 항공 및 시멘트 산업을 포함해 탄소집약적산업에 대한 자금조달 축소 등, 기후대응 목표를 상향 조정
- HSBC는 석유·가스전oil and gas field이나 관련 인프라에 신규 대출 및 채권 인수underwriting 등 자금 조달을 중단하겠다고 선언
- 한편 말레이시아 Maybank는 직원들의 지속가능성과 관련한 활동 참여를 증진시키기 위해 관련 봉사활동 등에 사용할 수 있는 1개월 유급 휴가 옵션을 제공

참고 국내외 은행산업 주가 및 CDS



지역	은행	주가(%)					CDS(bp)				
		'21년중	'22.10월중	'22.11월중	'22.12월중	'22년중(YTD)	'21년 말	'22.10월 말	'22.11월 말	'22.12월 말	전년말 대비
미국	JPMorgan	24.6	19.0	4.6	-0.8	-15.3	48	94	75	79	31
	BofA	46.8	17.7	2.5	-8.2	-25.6	49	100	83	87	38
	Wells Fargo	59.0	10.9	1.5	-10.1	-13.9	51	93	76	80	29
	Citi	-2.1	9.3	7.0	-4.3	-25.1	57	117	96	96	39
	Goldman Sachs	45.1	13.5	8.6	-9.8	-10.2	63	125	100	101	38
	평균	34.7	14.1	4.9	-6.6	-18.0	54	106	86	89	35
유럽	HSBC	18.4	-5.3	0.4	3.5	14.9	34	94	62	61	27
	BNP Paribas	41.0	8.4	5.3	0.9	-12.4	33	80	58	63	30
	Credit Agricole	21.6	7.9	1.2	3.2	-21.7	30	74	50	56	26
	Deutsche Bank	23.1	25.2	6.5	5.5	-3.9	45	132	106	123	78
	Santander	15.9	5.2	6.2	-0.4	-4.7	36	86	68	68	32
	Barclays	27.5	2.1	3.6	1.1	-15.2	53	133	110	103	50
	Societe General	77.4	7.6	0.8	0.4	-22.3	37	93	62	69	32
	Credit Suisse	-22.2	-11.6	-20.7	-6.3	-67.1	57	257	346	377	320
	평균	32.1	7.3	3.4	2.0	-9.3	38	99	74	77	39
일본	MUFG	37.0	5.3	8.1	20.3	42.3	29	55	52	54	25
	SMBC	23.7	-0.9	12.7	15.3	34.3	27	58	52	51	24
	평균	30.3	2.2	10.4	17.8	38.3	28	56	52	53	25
중국	공상은행	-7.2	-2.3	5.6	2.4	-6.3	59	139	93	91	32
	중국은행	-4.1	-1.0	3.0	1.9	3.6	56	138	99	94	38
	평균	-5.7	-1.6	4.3	2.1	-1.3	57	139	96	93	36
한국	KB금융그룹	26.7	4.1	7.0	-7.4	-11.8	22	66	52	54	32
	신한금융지주	14.8	3.2	2.2	-7.6	-4.3	24	66	54	56	32
	하나금융지주	21.9	9.2	6.3	-7.7	0.0	22	67	52	55	33
	우리금융지주	30.5	3.9	8.7	-9.4	-9.1	22	68	54	57	35
	평균	23.5	5.1	6.1	-8.0	-6.3	22	67	53	56	34

자료: Bloomberg, 주: 한국 주가는 금융그룹 또는 금융지주 기준, CDS는 은행 기준



02

국제금융센터의 시각

- 이달의 관전포인트
- 글로벌 리스크 워치
- 관심보고서 다시 읽기



글로벌 경기침체 현실화 가능성은?

안남기 | 종합분석실장

이달의
관전포인트

근 주요국 경제 전망이 다소 나아지고 있으나 금년 중 주요국들의 동시 위축, 대형 악재 등에 따른 글로벌 경기침체 가능성은 여전히 남아있음

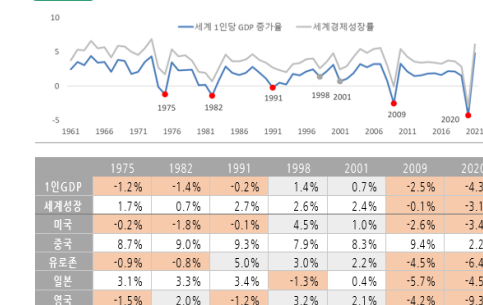
□ [이슈] 금년 주요국의 경기침체 예상속 세계경제 전체의 침체 여부가 논란

- 게오르기예바 IMF 총재는 1.1일 언론 인터뷰에서 “금년 세계경제의 1/3이 경기 침체 타격을 받는 등 험난한 해를 맞을 것”이라고 발언
- 개별국의 경우 성장률이 2개 분기 연속 위축시 경기침체로 보나 IMF에 따르면 세계경제 침체는 “세계 1인당 GDP의 위축”이며, 동시에 7개 경제지표 (산업생산 · 교역 · 실업 · 투자 · 소비 등)의 상당수가 악화되어야 한다고 정의해 판단에 어려움
 - 과거 세계경제 침체는 총 5회 발생. 경험칙으로 보면 2개 이상의 주요국 에서 마이너스 성장이 나타날 때 세계경제 침체 가능성이 높아짐

□ [전망] 향후 주요국의 경제위축 동조화 및 대형 악재시 발생 위험 여전히 상존

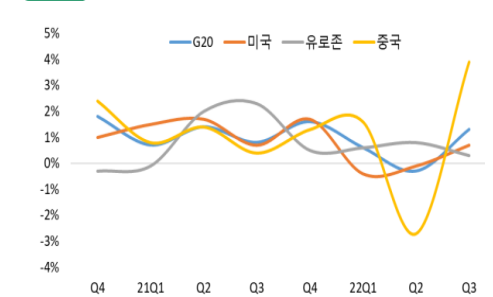
- 연간 기준으로는 △미국의 성장 지속 △유럽의 예상보다 얇은 침체 △중국의 봉쇄해제 후 하반기 반등 전망 등으로 글로벌 경기침체 가능성은 낮아짐
 - IB들의 금년 세계경제 성장률 전망치도 최근 2%에서 2.2% 내외로 상향
- 그러나 주요국들의 성장위축이 동조화되는 시기가 겹치거나 전세계적인 악재가 발생할 경우 글로벌 경기침체 가능성을 배제할 수 없음
 - 영국, 유로존의 경기침체 상황에서 중국의 코로나 확산에 따른 성장 위축, 미국의 성장 부진이 겹칠 수 있는 연초 또는 금년 중반경도 침체 가능
 - 요인별로 볼 경우 △고물가 지속에 따른 주요국의 통화긴축 및 고금리 현상 장기화 △우크라이나 전쟁 확산 △미중 지정학적 충돌 △코로나19 팬데믹 재발 △신용경색 등 금융시스템 불안 등도 세계경제 성장을 억제

그림1 세계경제 침체 시기 비교



자료: IMF

그림2 주요국 경제성장률(전분기 대비)



자료: OECD

연준, 긴축의 고삐를 언제까지 당길까?

황유선 | 책임연구원

건조한 경제지표, 물가상승 압력 등을 고려하면 Higher for Longer 예상. '23년 FOMC의 매파→중도 변화는 현재 긴축 기조에 변화를 주기에는 역부족

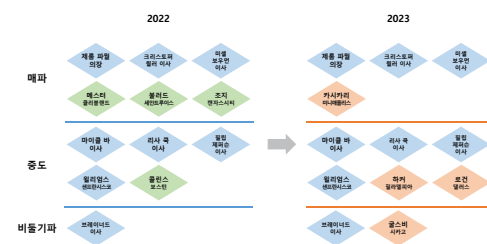
- [현황] 미 연준의 고강도 통화정책 긴축으로 정책금리는 0~0.25% → 4.25~4.5% 로 상승('22년 총 4.25%p). 1980년대 이후 가장 가파른 금리인상으로 평가
 - 연준은 '22.6월부터 보유자산 축소도 병행. 6~8월까지 월 \$475억(국채 \$300억, MBS/기관채 \$175억) 규모로 시작하여, 9월부터는 월 \$950억(\$600억/\$350억)으로 확대
- [전망] '23년 FOMC 위원 구성 변화에도, 건조한 경제지표, 12월 FOMC 결과 등을 고려하면 Higher for Longer 예상. 경기침체 여부/폭이 정책의 가장 큰 변수
 - 미 연준의 '22년 강력한 통화긴축에도 고용지표는 아직까지 건조한 모습이며, 12월 FOMC에서 연준 위원들의 점도표와 인플레이션 전망치가 상향조정
 - 12월 실업률 하락(3.6%→3.5%예상 3.7%), 비농업고용자수(22.3만명예상 20만명) 예상 상회
 - 12월 FOMC '23년말 정책금리 전망치는 5~5.25%(중간값, 9월 4.5~4.75% 전망). 근원 PCE 상승률은 '25년에야 목표치에 근접('23년 3.5%→'24년 2.5%→'25년 2.1%) 예상
 - '23년 FOMC 위원 구성은 매파 → 중도와 우세로 바뀔 전망이나, 현재 매파와 비둘기파 위원 간 간극이 좁아 정책에 미치는 영향은 제한적
 - * '23년 FOMC 위원 구성은 매파 2명 감소, 중도 1명 증가, 비둘기파 1명 증가. 볼러드, 메스터, 조지(이상 매파), 콜린스(중도) → 굴스비(비둘기파), 하커, 로건(이상 중도), 카시카리(매파)
 - 12월 FOMC 점도표 상 17명(총 19명)이 '23년말 정책금리가 5%를 상회할 것으로 예상하고, 아무도 '23년 금리인하 전환을 예상하지 않는 등 성향에 따른 정책전망 차이가 크지 않은 상황
 - 파월 연준 의장의 강력한 인플레이션 억제 의지("인플레 2%로 둔화 확신 전까지 금리인하 고려하지 않을 것")도 정책 전환을 어렵게 하는 요인

그림3 '22.12월 FOMC 점도표



자료: FRB

그림4 '23년 FOMC 투표 위원 변화



자료: Bloomberg

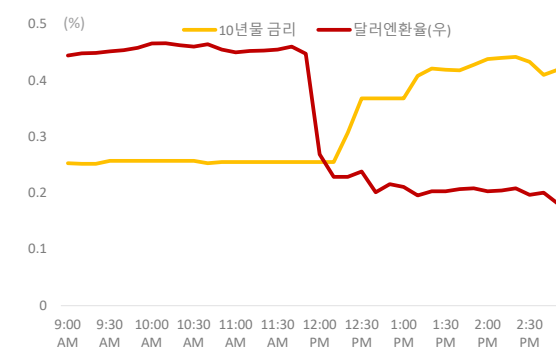
'23년도 일본의 통화정책 기조 전환 가능할까?

강봉주 | 부전문위원

일본은행은 12월 수익률곡선 제어정책의 10년물 금리 허용 범위를 확대. 향후 통화정책 기조 전환이 단행될 소지가 있으나, 당분간 실현 가능성은 제한적

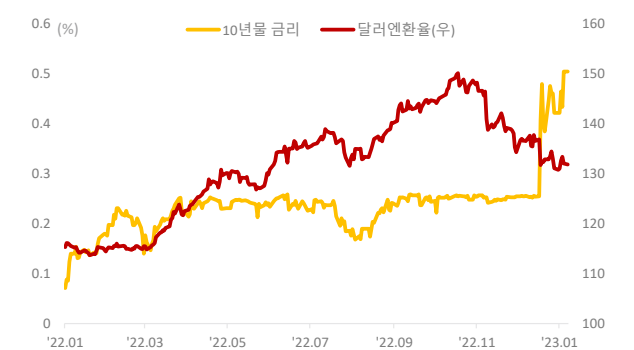
- [현황] 일본은행은 12/20일 금융정책결정회의에서 수익률곡선제어정책(YCC) 10년물 금리의 변동 허용범위를 0%±0.25%에서 0%±0.50%로 확대
 - 21개월 만에 처음으로 장기 국채금리 변동 허용 범위를 확대 조정. 한편 단기 정책금리는 -0.1%로 동결하였으며, '23.3월까지 예정된 장기국채 매입규모는 7.3조엔에서 9조엔으로 확대
 - 본래 시장에서는 YCC 조정이 '23년 중 이루어질 것으로 예상
 - 구로다 총재는 이후 기자회견을 통해 금변 조치가 금리인상은 아니며 필요할 경우 통화정책을 완화할 것이라고 언급. 또한 YCC 폐지를 논의하기에는 너무 이른 상황이라고 침언
- [전망] 물가 급등세 등으로 통화정책이 긴축기조로 전환될 경우 일본뿐 아니라 국제금융시장도 변동성이 크게 확대될 수 있으나 당분간 실현 가능성은 제한적
 - 예상을 상회하는 큰 폭의 임금 상승, 엔화 약세 가속화 등의 상황이 전개될 경우 기존의 완화가조가 변화될 수 있으나, 현재 여건 상 쉽지 않을 전망
 - 현재 임금상승률은 구로다 총재가 제시한 3% 수준보다 낮은 0.5~2.0% 수준을 기록하고 있으며, 근원 물가상승률 또한 아직 3% 미만
 - 달러엔 환율은 150엔까지 오른 이후 현재 130엔 초반까지 하락. 향후 주요 IB들의 '23년 중 달러엔 환율 예상치도 130엔 초중반에 형성되어 있어 엔약세로 인한 물가상승 압력은 제한적일 소지

그림5 12.20일 일본 10년물 금리 및 달러엔 환율(10분)



자료: CEIC, 주: 소비는 '20년, 수출은 '15년 기준(100)

그림6 '22년 이후 일본 10년물 금리 및 달러엔 환율



자료: Bloomberg

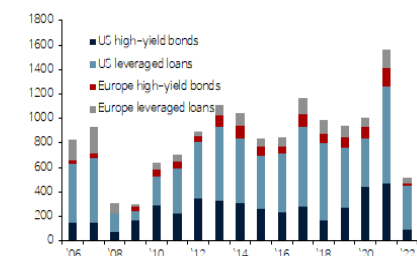
2023년 지역별 신용위험의 약한고리

김희진 | 책임연구원

지난해부터 연준의 고강도 통화긴축으로 글로벌 달러 유동성이 크게 위축된 결과 한계 기업의 디폴트 위험이 증가하고 부채 위기 가능성이 대두

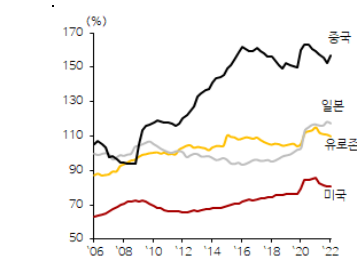
- [동향] 고금리, 고환율, 고물가 3중고 지속으로 기업 수익성이 악화되고 작간접적 자금조달 경로가 악화. 유동성 악화 및 자금난은 취약 차주의 신용경색과 직결
 - 직접조달 경로: 지역별로는 유럽, 신용도 측면에서는 투기등급채 시장에서 가산금리가 통상적 범위를 넘어서 높은 형성되는 등 자금조달 여건 악화 현상이 뚜렷
 - (지역별) 투기등급채의 장단기 가산금리 스프레드는 미국은 40bp 수준, 유럽은 200bp에 육박
 - 간접조달 경로: 가계와 기업들의 대출수요는 높게 유지되고 있는 반면 은행 대출 기준은 경기침체 및 차입자 신용위험 악화 전망을 반영해 강화되는 움직임
- [전망] 글로벌 경기하강 국면에서 유동성 위축은 경기 하방위험을 배가시킬 소지. 대내외 금리상승 기조 지속, 자산가격 하락, 국제금융시장 불안 등으로 금융시스템이 취약한 상황에서 유동성 축소가 부채 위기로 번질 우려도 제기
 - IMF는 금융안정보고서에서 자금조달 여건 악화로 기업의 영업손실이 증가하면 이들 회사채를 보유하고 있는 금융기관의 손실도 확대되어 연쇄적인 거시경제 악순환을 우려
 - 거시충격→유동성 악화→자금난→부도 증가/자산가격 하락→금융기관 손실 확대→거시충격
 - 유동성 위축 상황이 돌발적으로 악화될 경우 부채 위기로 확산될 가능성
 - 기업부채는 지역을 불문하고 대형 디레버리징 진행없이 증가세를 지속해왔으며, 특히 중국이 현저한 증가세('08.1Q 95%→'22.1Q 157%). 한국의 한계기업은 전체 상장사의 41% 차지. 부동산 PF 대출 연체율은 '21년말 0.18%에서 '22.6월말 0.50%로 증가(통계청)
 - 특히 아시아 지역은 가계, 기업, 정부 부문 모두 여타지역에 비해 부채의 증가속도가 빠른 편이며, 한국의 GDP 대비 가계부채는 '22년 2분기 기준 105.6%로 43개 국가 중 3위(BIS). 미국이 '08년 서브프라임 모기지 부실 사태로 가계부채 감축 노력을 지속한 것과 대조적

그림7 미국유럽 레버리지론, 하이일드채 발행



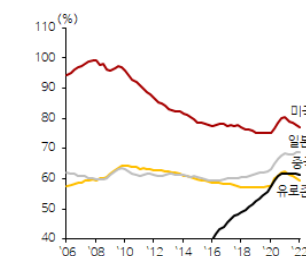
자료: Bloomberg, IMF

그림8 기업부채(GDP대비 %)



자료: BIS

그림9 가계부채(GDP대비 %)



자료: BIS

글로벌
리스크 워치

글로벌 리스크 워치

경제리스크분석부

Monthly Focus

글로벌 '경기침체'와 '통화긴축 충격', '신용위험' 발생 여부 등에 대한 경계감이 이어지는 가운데 최근에는 중국내 코로나 재확산의 파급 효과에 대한 우려감도 점증

– 시장은 중국의 내수 위축이 단기간에 그칠 것으로 예상하나, 치명률이 높은 변이의 발생 여부와 의료시스템의 대응 능력 등이 변수로 작용할 전망

2022년 중 월별 리스크 요인들의 순위 변화를 도시(p3)해 본 결과, 연중 가장 큰 폭으로 상승한 항목은 '경기침체'였고, '지정학적 불안'은 크게 감소

– 시장은 주요국의 경기침체가 얹은 수준에 그칠 것으로 전망하고 있으나, 컨센서스를 하회하는 지표가 누적될 경우 이를 반영하지 못한 '시장의 발작'이 나타날 우려

글로벌 주요 리스크

순위	리스크 요인	발생가능성	영향	전월대비
1	경기침체	★★★★	★★★★	–
2	통화긴축 충격	★★★★	★★★★	–
3	신용위험	★★	★★★★	–
4	고인플레이션 지속	★★	★★	↑
5	자산가격 조정	★★	★★	↓
6	중국의 코로나 재확산	★★	★★	↑
7	강달러	★	★	↓

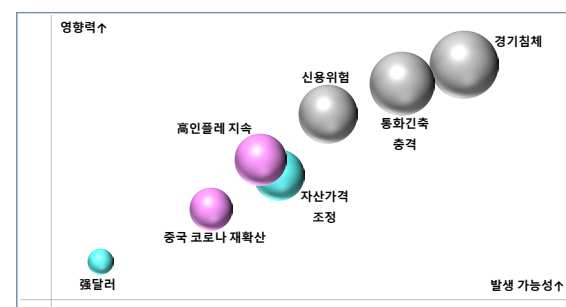
① 글로벌 거시경제 및 금융시장의 지표 동향, 검색 빈도 등을 반영한 국제금융센터 자체 평가

② 발생가능성과 영향력을 3단계로 평가('매우 높음' ★★★★★, '높음' ★★, '낮음' ★)

③ 전월대비 변화는 발생가능성과 영향력을 동시에 반영한 순위의 증감

- **중국내 감염 급증** → 지난 연말의 제로코로나 봉쇄와 시위 확산에 이어, 금년 연초 감염자 증가에 따른 자발적 경제활동 위축 등으로 당분간 亞 역내 교역이 악화
 - 블룸버그 IB 조사(1월 기준)에 따르면, 중국의 '23년 1분기 및 2분기 성장률(qoq)은 각각 0.8%, 1.2%로 예년('11년 이후 평균 1.6%)에 비해 크게 낮은 수준에 그칠 전망
- **강달러 우려 완화** → 소비자물가 상승률의 정점 통과 인식 및 통화긴축 속도 조절 기대감 등으로 최근 달러화가 약세를 보였으나, 추후 안전자산 선호 효과 발생 등에 유의할 필요
 - 과거 사례를 보면, 경기침체가 진행되는 동안 기업과 금융기관 부실화, 단기자금시장 경색 등이 나타날 경우 안전 자산인 달러화에 대한 수요가 증가

리스크 요인별 발생 가능성과 영향(2023.1월 기준)

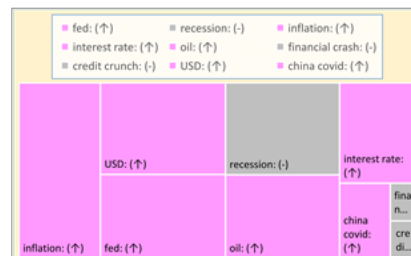


주: 원의 크기는 국제금융센터에서 설문 조사 등을 통해 산출한 '발생 가능성과 영향력' 점수의 합계. 적색은 전월비 종합순위 상승 또는 신규 진입, 청색은 하락, 회색은 동일 자료: 국제금융센터

리스크 요인별 글로벌 검색량 비교*

* 상기 리스크 요인들과 관련된 Google 키워드 검색 기준. 면적은 상대적 검색 빈도, 적색은 전월대비 빈도 증가, 청색은 감소, 회색은 동일

- 자자들의 연말 포지션 리밸런싱 (매도) 과정에서 요인별로 위험인식 정도가 전월보다 소폭 증가. 특히 중국 發 불안에 대한 경계감 증가



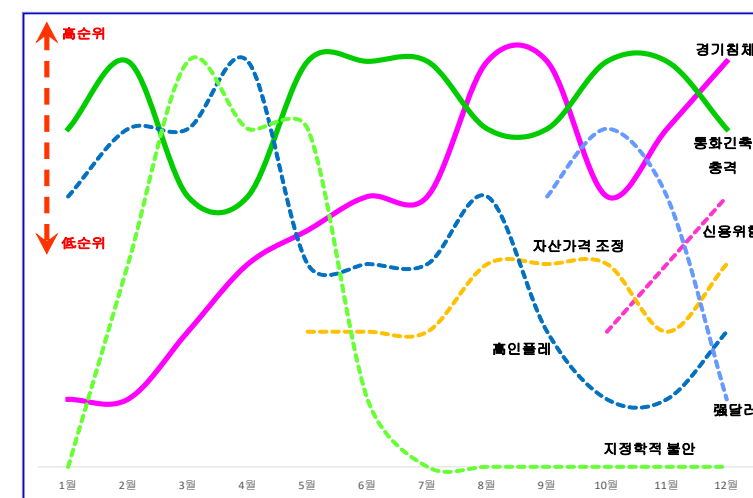
2022년 리스크 요인들의 월별 순위 변화 도시

□ 2022년 리스크 요인들의 월별 순위 변화

*22.1~12월 기간 중 주요 리스크로 부각된 항목들을 중심으로 월별 순위 추이를 도시. 단기간 내에 소멸한 리스크와 간헐적 요인들은 분석에서 제외. 리스크 별로 시장의 민감도 및 경계감 추이를 관측하는데 용이

- 연중 '통화긴축' 관련 리스크가 평균적으로 가장 높은 순위를 형성한 가운데, '경기침체' 리스크 경우 지난해 초에는 매우 낮은 수준이었으나 시간이 경과하면서 우려감이 높아져 12월에는 가장 높은 순위 기록
 - 주요국이 동반긴축 기조를 강화하는 상황에서, 금리인상 직후1~2년 동안 지속될 수 있는 기업의 자금경색과 내수위축 등에 대한 우려가 점증했기 때문
 - 고금리 장기화 시 확산될 수 있는 '신용위험'도 최근 들어 상승세를 지속
- 반면, 2~5월 중 높은 순위를 보였던 '지정학적 불안(러-우 전쟁 등)'은 전쟁의 소강국면이 장기화하면서 하반기 이후 시장의 민감도가 크게 하락
 - '강달러'의 순위도 금리인상 속도 조절 기대감 등이 반영되면서 11월 이후 하락

2022년 주요 리스크 요인별 순위 추세: 2022.1월~12월



주: 주: '22.1~12월 기간 중 주요 리스크로 부각된 항목들을 중심으로 월별 순위 추이를 도시. 단기간 내에 소멸한 리스크와 간헐적 요인들은 분석에서 제외

관심보고서 다시 읽기

2023년 미국 경제 전망

홍서희 | 책임연구원
김성택 | 글로벌경제부장

Summary

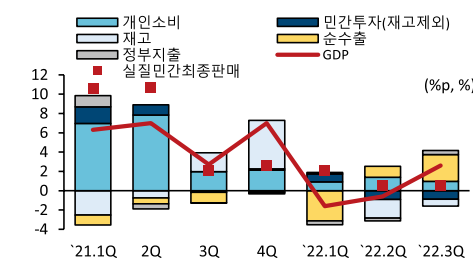
- [이슈] '80년대 이후 가장 강력한 통화긴축으로 미국 경기의 향방이 불확실해지고 있어 '22년 동향을 점검하고 '23년 경기 방향성 및 주요 변수들을 평가
- ['22년 동향] 상반기 기술적 경기침체 불구 팬데믹 시기의 초과저축 등에 힘입어 소비 회복력이 유지되면서 하반기에는 성장률이 반등
- ['23년 전망] 연준의 고강도 통화긴축 영향이 가시화되면서 성장세가 대폭 둔화되는 가운데 내년 중반 이후 완만한 경기침체 가능성 잠재
 - * 주요 가정: 통화정책은 '23년 상반기중 정점(5.00~5.25%) 도달, 인플레이션은 임금 하방 경직성 불구 재화가격 하락 및 주거비 둔화로 정점 통과, 러우전쟁 현상 유지 혹은 개선
- (급속한 성장 둔화 불가피) 통화긴축의 영향이 본격화되면서 성장률은 내년 큰 폭 둔화될 전망이며, 일각에서는 연간 성장률이 마이너스를 기록할 가능성도 제기
- (내년 중반 이후 경기침체 가능성 잠재) 주요 IB들의 평균치를 볼 때 연간 플러스 성장을 유지해도 '23.2분기부터 2분기 이상 역성장하는 공식(NBER 판정) 경기침체가 발생할 가능성
- (경기침체 강도는 '완만'할 것이라는 시각이 중론) '23년 중반 이후 경기침체가 불가피 하더라도 완만한 수준에 그칠 것이라는 시각이 다수의견
- [관전 포인트] 상하방 위험 공존으로 경기 향방의 불확실성이 상당한 만큼 인플레이션, 통화긴축, 소비 회복력, 재정리스크(부채한도) 등 4대 관전 포인트의 추이를 주시할 필요
 - (인플레이션 둔화 여부) 재화가격 하락 속 주거비도 하반기 이후 둔화될 것으로 예상되나, 주거비 외 근원서비스 추이는 노동시장이 좌우하기 때문에 불확실성 상당
 - (통화긴축 방향) 연준의 정책금리는 내년 상반기 정점 도달 이후 일정기간 동결될 것으로 보이나 물가 상방위험이 재연될 경우 금리인상 재개로 경기둔화 폭이 확대될 우려
 - (소비 회복력 유지 여부) 서비스 회복 지속, 견조한 가계 재무여건 등이 소비를 뒷받침하나, 부동산가격 하락 본격화, 노동시장 둔화, 내년 중반 이후 초과저축 소진 가능성 등은 부정적
 - (재정리스크) 중간선거 결과 공화당이 하원 다수당을 탈환하면서 재정정책 추진력이 약화된 한편 내년 하반기 부채한도 리스크가 부각되면서 경기하강폭이 확대될 우려

□ [이슈] '80년대 이후 가장 강력한 통화긴축으로 미국 경기의 향방이 불확실해지고 있어 '22년 동향을 점검하고 '23년 경기 방향성 및 주요 변수들을 평가

□ ['22년 동향] 상반기 기술적 경기침체 불구 팬데믹 시기의 초과저축 등에 힘입어 소비 회복력이 유지되면서 하반기에는 성장률이 반등

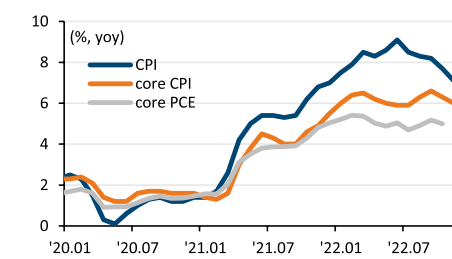
- **상반기:** 변동성이 큰 재고 및 수출 감소 영향으로 2분기 연속 역성장(1분기 -1.6% → 2분기 -0.6%, 전기비연율). 다만 고용 견조 등으로 NBER의 공식적 경기침체 판정은 회피한 것으로 평가(그림1)
 - (고물가 지속) 연초 러우전쟁 발발, 중국 봉쇄에 따른 공급차질 등으로 물가 정점이 예상보다 지연, 헤드라인 CPI는 1월 7.5%(yoy)에서 6월 9.1%까지 상승(그림2)
 - (연준 고강도 긴축 돌입) 연준은 3월부터 금리인상에 돌입(금년 425bp 인상)했으며 6월 이후로는 대차대조표 축소(QT) 착수(월간 국채 \$600억, MBS \$350억)
 - (부동산 경기 둔화) 모기지 금리 급등(30년물 '21년말 3.1% → 6.2%)으로 부동산 경기 둔화
 - Case-Shiller 전국 주택가격지수 상승률 '21.12월 18.9%(yoy) → '22.10월 9.2%, 신규주택 판매 11월 기준 작년말 대비 -23.7%, 주택투자 1~3분기 -16.3%
- **하반기:** 고강도 통화긴축 지속으로 부동산 경기 둔화가 심화되었으나, 견조한 고용 시장에 따른 임금 상승 등으로 서비스 소비가 경기하강을 완화(3분기 성장률 3.2%)
 - (물가 정점 통과) 11월 현재 헤드라인 CPI(yoy)는 5개월, 근원 CPI는 2개월 연속 하락
 - (노동수요 우위 지속) 3월 이후 빈일자리가 감소세이나, 실업자 대비로는 여전히 높은 수준을 유지(실업자 대비 빈자리 비율 '20.2월 1.2 → '22.10월 1.7, 시간당임금 상승률 11월 5.1%, yoy)
 - (소비 견조) 초과저축 잔여분 지속, 추가 하락에 따른 부의 감소를 부동산가격 상승이 일부 상쇄, 서비스로의 지출 전환 등으로 소비 모멘텀 유지
 - (4분기에도 성장세 지속) 주택투자 위축, 대외여건 악화에 따른 순수출 감소 불구 견조한 소비, 재고 확대 등으로 성장 기대(4Q 성장전망 주요 9개 IB 1.3%, GDPNow 3.7%)

그림1 부문별 성장기여도 및 기저수요 추이



자료: Bloomberg

그림2 주요 물가지표 추이



자료: Bloomberg

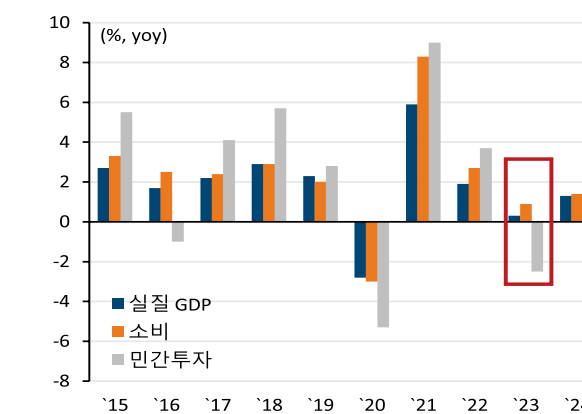
□ ['23년 전망] 연준의 고강도 통화긴축 영향이 가시화되면서 성장세가 대폭 둔화되는 가운데 내년 중반 이후 완만한 경기침체 가능성 잠재

○ 급속한 성장 둔화 불가피: 통화긴축의 영향이 본격화되면서 성장률은 내년 큰 폭 둔화될 전망이며, 일각에서는 연간 성장률이 마이너스를 기록할 가능성도 제기(그림3, 표1)

* 주요 가장 정책금리는 '23년 상반기중 정점(상단기준 5.00 ~ 5.25%) 도달, 물가는 임금 하방 경직성 불구 재화가격 하락 및 주거비 둔화로 정점 통과, 러우전쟁 현상 유지 혹은 개선

- (컨센서스) 성장률은 '22년 1.9 → '23년 0.3%로 급락하고 실업률은 3.7 → 4.4%로 상승
 - GDP 하위항목 중 소비('22년 2.7% → '23년 0.9%)는 서비스 회복 등으로 하방을 지지하겠으나, 민간투자(3.7% → -2.5%)는 주택투자('23.3분기까지 성장기여도 (-), BoA)에 이어 비주택투자도 악화되면서 3년만에 감소 전환할 가능성
- (주요 IB) '23년 성장률 전망치는 0.5%로 컨센서스와 유사하며 8개 IB 중 연간 역성장을 전망하는 기관은 BoA(-0.3%) 및 Nomura(-0.5%). 실업률은 '23년말 4.9%
- (연준) 12월 FOMC에서 '23년 성장 전망을 대폭 하향(0.5%, q4/q4, 9월대비 -0.7%p)
 - '23년 성장률에 대한 FOMC 위원들의 전망은 -0.5%~1.0%에 분포(2명의 위원들이 역성장 예상)

그림3 미국 부문별 성장률 추이 및 전망



자료: Bloomberg 컨센서스

표1 IB, 컨센서스, 연준 연간 성장전망(% yoy)

	2022f	2023f	2024f
Barclays	2.0	0.3	0.4
BoA-ML	1.9	-0.3	0.9
Citi	2.0	0.8	1.5
GS	2.0	1.3	1.6
HSBC	2.0	0.8	0.7
JPM	2.0	1.0	0.4
Nomura	1.9	-0.5	0.1
UBS	1.9	0.2	0.3
평균	2.0	0.5	0.7
Bloomberg	1.9	0.3	1.3
연준(Q4/Q4)	0.5	0.5	1.6

자료: 각 IB, Bloomberg 컨센서스, 연준(12월 FOMC)

○ 내년 중반 이후 경기침체 가능성 잠재: Bloomberg 컨센서스는 내년 2분기에만 일시 역성장을 예상하나 주요 IB들의 평균치를 볼 때 연간 플러스 성장을 유지해도 '23.2분기 부터 2분기 이상 역성장하는 공식(NBER 판정) 경기침체가 발생할 가능성

- (컨센서스) '23.1분기 0.0% → 2분기 -0.7% → 3분기 0.0% → 4분기 1.0%(전기비연율)

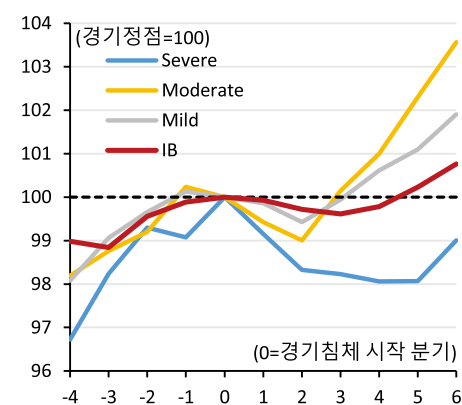
- (주요 IB) 9개 주요 IB 중 7개 IB가 내년 경기침체를 전망하고 있으며, 평균치 기준 경기침체 진입 시점은 2분기('23.1Q 0.4% → '23.2Q -0.3% → '23.3Q -0.9% → '23.4Q -0.4%)<표2>
- IB별 경기침체 진입 시기는 금년말 1개사, '23년 상반기 3개사, '23년 하반기 3개사 등
- Goldman Sachs는 재화부문의 빠른 디스인플레이션, 빈일자리 감소(해고는 제한적)를 통한 노동시장 수급 불균형 개선 등으로 美 경제의 연착륙이 가능할 것으로 예상
- (연준) 기자회견에서 파월 의장은 12월 경제전망치가 경기침체를 의미하는 것이 아니라고 강조했으나, 11월 FOMC 의사록 등에서 경기침체 가능성 확대(50%)를 인정한 바 있음
- 경기침체 강도는 '완만'할 것이라는 시각이 중론: '23년 중반 이후 경기침체가 불가피 하더라도 완만한 수준에 그칠 것이라는 시각이 다수의견
- (연준의 경기침체 분류 기준) 연준은 '57년 이후 미국의 경기침체를 'severe(성장률 -3.4%, 실업률 +3.6%p)', 'moderate(성장률 -1.1%, 실업률 +1.8%p)', 'mild(-0.6%, 실업률 +1.1%p)'로 구분
- (완만한 경기침체 기준에 부합) 연준의 분류를 기준으로 할 경우 경기침체를 예상하는 주요 IB들의 경제전망치(성장률 -0.4%, 실업률 +1.1%p)는 'mild'에 부합<그림4>
- Citi, Barclays, UBS 등은 내년 2~3분기 연속 역성장에 따른 경기침체를 전망하면서도, 건전한 노동시장 등을 감안하여 연간으로는 (+) 성장이 가능할 것으로 전망
- (깊은 경기침체 가능성도 잔존) 다만, 기본 가정과 달리 원자재 충격 재발 등으로 연준이 내년 하반기 금리인상을 재개할 경우 기업 신용여건이 급격히 악화되는 등 보다 깊은 경기침체를 회피하기 어려울 것이라는 비관론도 존재
- JP 모건은 "23.1Q 금리인상 중단 → 물가위험 재상승 → 하반기 금리인상 재개(최종금리 6.5%) → '24년 깊은 경기침체' 시나리오의 확률을 28%로 평가(완만한 경기침체 32%, 연착륙 성공 20%)

표2 주요 IB 분기별 성장전망(% , qoq saar)

성장률	22.4Q	23.1Q	23.2Q	23.3Q	23.4Q	24.1Q
Barclays	1.5	0.0	-0.5	-1.0	-0.5	0.5
BoA	0.5	-1.0	-2.0	-1.5	1.0	1.5
Citi	1.7	1.5	0.5	-2.0	-1.0	2.1
DB	2.5	1.6	0.3	-2.0	-2.3	-0.4
GS	1.7	0.8	1.0	1.3	1.3	1.9
HSBC	2.0	0.4	-0.1	0.0	0.2	-
JPM	1.5	1.0	0.8	0.5	-0.5	-0.5
Nomura	-0.4	-1.2	-1.6	-1.0	-0.4	0.3
UBS	0.7	0.9	-0.9	-2.0	-1.6	0.2
평균	1.3	0.4	-0.3	-0.9	-0.4	1.3
컨센서스	1.1	0.0	-0.7	0.0	1.0	1.5

자료: 주요 IB, Bloomberg 컨센서스(12/27일)
28 국제금융 INSIGHT

그림4 연준 분류별 경기침체

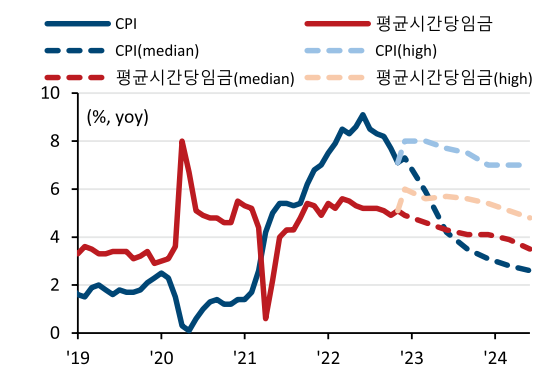


자료: Bloomberg 컨센서스

□ [관전 포인트] 상하방 위험 공존으로 경기향방의 불확실성이 상당한 만큼 인플레이션, 통화긴축, 소비 회복력, 재정리스크(부채한도) 등 4대 관전 포인트의 추이를 주시할 필요

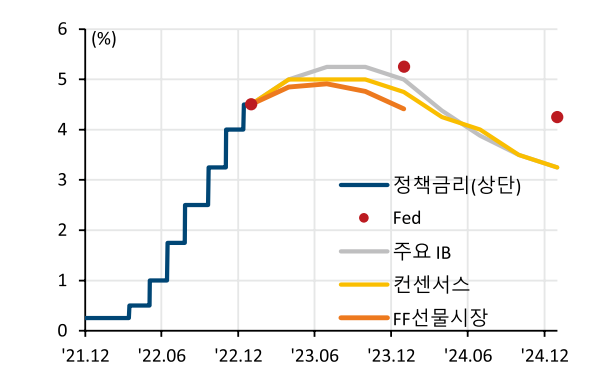
- 인플레이션 둔화 여부: 재화가격 하락 속 주거비도 하반기 이후 둔화될 것으로 예상되나, 주거비 외 근원서비스 추이는 노동시장이 좌우하기 때문에 불확실성 상당<그림 5>
- (하방요인) '23년 자동차 공급 확대, 항공료 정상화, 건강보험 산정방식 변경 등이 물가 하방 요인, 주거비도 부동산둔화에 시차를 두고 하반기 완화 기대(Zillow 렌트 '22.2월 고점)
- (상방요인) 노동시장 타이팅 완화 수준에 불확실성이 상당하며, 평균시간당임금도 '23년말 까지 연준 물가목표에 부합하는 수준(3.5%)으로의 회귀 기대난(컨센서스 4.1%)
- 통화긴축 향방: 연준의 정책금리는 내년 상반기 정점 도달 이후 일정기간 동결될 것으로 보이나 물가 상방위험이 재연될 경우 금리인상 재개로 경기둔화 폭이 확대될 우려<그림 6>
- (내년 금리인하 가능성) 금융시장은 내년 중반 이후 연말까지 소폭의 금리인하를 예상하고 있으나 연준 점도표 등 감안시 깊은 경기침체가 발생하지 않는 한 현실화 가능성 제한적
- (물가충격 재연시 금리인상도 가능) 원자재 가격 충격 재발, 임금상승세 확대 등으로 연준이 일정기간 동결 이후 재차 금리인상에 나설 가능성도 배제하기 어려운 상황
- '23년 성장세가 대폭 둔화되는 가운데 연준의 정책금리 인상 기조가 장기화될 경우 기업 및 가계 신용악화, 부동산 침체 심화 등으로 깊은 경기침체를 피하기 어려워질 소지

그림5 물가/임금 추이 및 전망



자료: Bloomberg

그림6 정책금리 전망



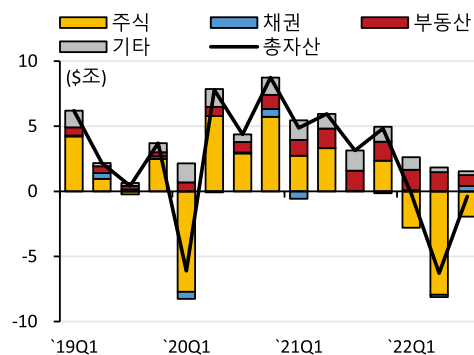
자료: Bloomberg(WIRP), Fed(12월 FOMC 점도표), 주요 IB

- 소비 회복력 유지 여부: 서비스 회복 지속, 견조한 가계 재무여건 등이 소비를 뒷받침하나, 부동산 가격 하락 본격화, 노동시장 둔화, 내년 중반 이후 초과저축 소진 가능성 등은 부정적
- (서비스업 회복 지속) 향후 12~18개월간 재화에서 서비스로의 소비 전환이 지속될 전망(BoA). 전체 소비 중 서비스 소비 비중은 현재 65.7%로 팬데믹 이전 69.1%를 하회



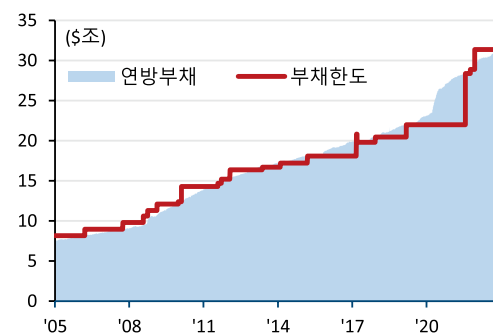
- (전조한 가계 재무여건) 잔여 초과저축(\$1조 이상), 낮은 수준의 가계부채('07.4Q GDP 대비 99.1% → '22.3Q 75.9%), 양호한 부채비용(가처분소득대비 비율 '19.4Q 9.9% → '22.2Q 9.6%) 등
- (노동시장 둔화폭) 수급불균형이 완화되는 과정에서 빈일자리 감소에 후행하여 해고가 예상보다 큰 폭 증가할 경우 경기침체폭이 확대될 우려(주요 IB '23년말 실업률 4.0%~5.9% 전망)
- (역의 富의 효과) 내년에는 금년 주식시장 부진을 만회한 주택가격도 하락 전환될 가능성이 높고 하반기 이후에는 초과저축도 소진되며 소비지출 약화 소지<그림7>
 - 주택가격 상승세는 '22년 중반 정점을 지났으며, 내년은 5~10% 하락할 가능성(BoA)
- 재정리스크: 중간선거 결과 공화당이 하원 다수당을 탈환하면서 재정정책 추진력이 약화된 한편 내년 하반기 부채한도 리스크가 부각되면서 경기하강폭이 확대될 우려
 - (부채한도) 내년 하반기 부채한도 도달에 따른 채무불이행(default) 리스크가 '11년래 최고 수준으로 확대될 가능성. 이 경우 국가신인도가 불안해지면서 시장 변동성 확대 및 소비심리 약화로 경기하강폭을 심화시킬 소지(JPM, GS 등)
 - 연방부채(\$31.3조)가 부채한도(\$31.4조)에 도달하면 재무부는 더 이상 차입이 불가능하므로 비상조치 가동 및 현금보유분으로 대응하며, 동 방안까지 소진하는 시점은 '23.3분기경(GS)
 - 현재 정치여건상, 국가신용등급 강등을 경험한 '11년과 마찬가지로 경기침체에 대응한 대규모 재정지출 이후 공화당의 의회 탈환이 이루어진 상황이므로 리스크 상당
 - (재정축소) 부채한도 협상 과정에서 공화당은 재정지출 축소를 요구할 가능성이 있으며, 경기침체 위험 확대 시에도 경기부양책 통과가 어려울 소지
 - FY'24년 예산안 협상에 난항을 겪을 경우 10월 이후 연방정부 셧다운 가능성도 잔존

그림7 분기별 가계 순자산 변화분



자료: Fed

그림8 부채한도 추이



자료: Bloomberg

2023년 국제원유시장 전망

오정석 | 전문위원

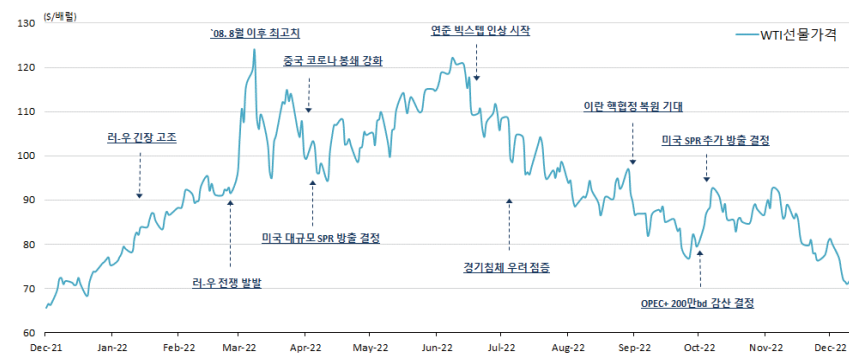
Summary

- ['22년 동향] 국제유가는 러-우 전쟁으로 상반기 중 큰 폭 상승하며 '14년 이후 첫 \$100 상회. 하반기에는 연준의 고강도 긴축, 中 코로나 확산 등으로 \$70대로 후퇴
 - 국제유가 변동성이 '08년 수준으로 대폭 확대되었으며, 중국 수요가 개혁개방이 본격화된 '90년 이후 첫 감소, 금융자금은 금리 상승, 강달러 등으로 6년래 최저 수준으로 감소
- ['23년 전망] '23년 연평균 국제유가는 '22년에 비해 다소 낮아지겠지만 전체적으로 고수준을 유지할 전망. '저유가 전망'과 '고유가 전망'이 공존하고 있어 높은 유가 변동성도 이어질 가능성
 - 기본전망(Base Case): 美 에너지정보청(EIA) 등은 수요 증가율의 둔화로 2년 연속 소폭의 공급초과를 예상. 이에 따라 평균 국제유가는 '22년에 비해 낮아지겠지만 타이트한 재고 사정으로 \$90 내외의 고수준을 유지하고, 하반기로 갈수록 레벨이 높아질 전망
 - \$70대 중반인 최근 유가는 경기침체 우려를 선반영하여 언더슈팅 상황인 것으로 평가
 - 저유가 전망(Low Oil Price Case): 글로벌 경기침체 국면 진입, 중국 코로나 통제 실패, 러시아-우크라이나 종전 등으로 원유수요가 예상보다 저조하고 공급 불확실성은 해소될 경우 국제유가는 '22년 4분기의 약세 기조를 이어가고, 상황에 따라 단기 낙폭이 깊어질 가능성
 - 국제유가 낙폭이 깊어질 경우 OPEC+가 긴급회의를 소집하여 감산에 나설 소지
 - 고유가 전망(High Oil Price Case): ▲OPEC 증산능력 부족 및 美 증산 한계 ▲원유 및 석유제품 재고 부족 ▲연준 통화정책 전환 기대 ▲유럽 및 중동 지정학적 불안 등 수급불균형을 심화시킬 수 있는 요인들이 상방압력으로 작용하여 국제유가는 재차 세 자리 수(triple-digit)에 진입
 - 中 일상회복 및 보복수요 가세 시 세계수급이 공급부족으로 전환되고 유가 상승폭은 확대
- [종합평가] 주요 기관들의 전망과 시장 변수들을 종합하면, '23년에는 경기 불확실성을 제외하면 전체적으로 유가의 상방압력이 우세한 것으로 평가. 다만 상반기에는 '저유가 전망'에 무게가 실릴 것으로 보이며, 하반기에는 '고유가 전망'에 초점을 맞출 필요
 - 연초에는 경기와 중국 코로나 상황이 시장 분위기를 주도하고, 상반기 말 또는 하반기부터는 세계경기의 저점 확인과 공급부족 문제가 시장 전면에 등장하면서 상방압력이 높아질 전망
 - 원유 수입 의존도가 절대적인 우리나라의 입장에서 글로벌 공급차질 가능성에 대비하여 공급선의 안정적 관리가 무엇보다 중요하며, 공급측 요인에 따른 국제유가 강세 전환 시에 대비한 정책 옵션을 통해 국내 경제 및 물가 관리에 적극 나설 필요

I. 2022년 동향

- [국제유가] 러-우 전쟁으로 상반기에는 강한 상승세를 나타내며 '14년 이후 첫 \$100 상회. 하반기에는 연준 고강도 긴축, 中 코로나 확산 등으로 \$70대로 후퇴

그림1 2022년 국제유가 추이 및 주요 이벤트



자료: Bloomberg, KCIF

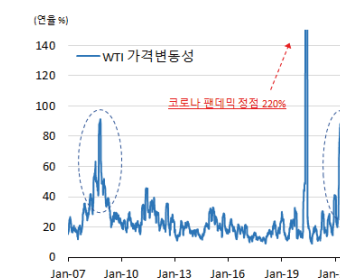
- WTI 선물가격은 러-우 전쟁 발발(2.22일) 직후 급등하며 3.8일 \$123.7로 '08년 7월 이후 최고치 기록. 이후 급등락을 반복한 가운데 6월 중순 재차 \$120을 상회
 - 서방의 러시아 석유산업에 대한 강력한 제재로 공급차질 우려가 극대화됨에 따라 일부 IB들은 \$200 이상의 전망치를 제시
- 하반기 들어서는 연준의 긴축강도 강화로 경기 우려가 부상하면서 우하향 추세를 나타낸 가운데 12월 들어서는 중국 코로나 신규 확진자 급증으로 \$70대로 하락
 - OPEC+가 11~12월 하루 200만배럴 감산에 나섰으나 하락추세를 막기에 역부족
- '22년 연평균 유가(WTI 기준, 연초~12.14)는 \$95.10으로 '08년(\$99.75), '13년(\$98.05), 11년(\$95.11)에 이어 역대 네 번째로 높은 수준 기록
 - 연간 상승률(~12.14, 기말가격 기준)은 +2.8%로 전년도(+55.0%)보다 크게 둔화

- [특이사항] 유가 변동성 큰 폭 확대, 우려했던 공급차질 미미, 중국 수요 개방 본격화 이후 첫 감소, 금융자금 이탈 지속 등

- '22년 WTI 가격변동성은 유가가 \$150 가까이 치솟은 후 글로벌 금융위기로 급락세로 전환했던 '08년과 비슷한 수준으로 확대
 - 전쟁, 통화긴축, 경기 불확실성, 중국 코로나 봉쇄 등으로 불안해진 투자심리를 반영

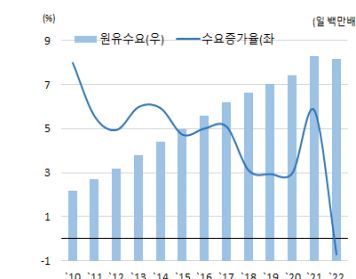
- 서방의 제재에도 불구하고 금년 러시아의 해상 원유수출은 11월말까지 1.43억톤으로 전년 동기보다 오히려 28% 증가(Bruegel). 이에 따라 우려했던 글로벌 공급차질은 미발생
 - 對EU 수출 감소를 중국과 인도 등 對아시아 수출이 그 이상으로 상쇄
- '22년 중국의 원유수요는 하루 1,516만배럴로 전년보다 0.7% 감소하며 개혁 개방이 본격화된 '90년 이후 첫 감소 기록 예상(EIA, BP)
 - '08년 금융위기와 '20년 팬데믹 위기에도 증가했던 수요가 이번에는 코로나 봉쇄 장기화 및 경기부진의 영향을 피하지 못한 것으로 평가
- WTI 선물옵션에 투자한 금융자금은 '21년 하반기 유출세로 전환되었고, 유가가 급등한 금년에도 유출이 가속화되며 최근 6년래 최저 수준으로 감소
 - 금리 상승, 달러강세, 화석연료 기피 분위기, 위험선호 약화 등에 기인 평가

그림2 WTI 가격변동성



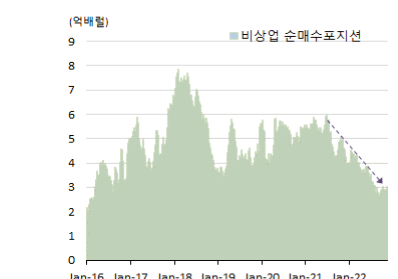
자료: Bloomberg, EIA, CFTC

그림3 중국 원유수요



자료: Bloomberg, EIA, CFTC

그림4 WTI 금융자금 순포지션



자료: Bloomberg, EIA, CFTC

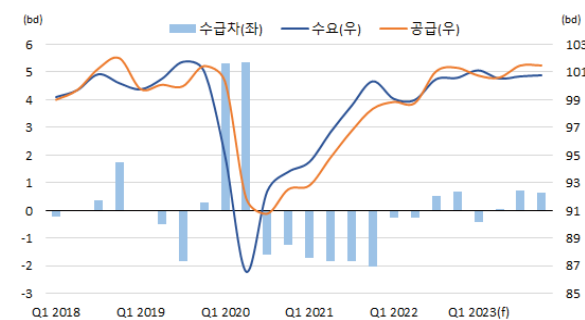
II. 2023년 전망

1. 기본전망(Base Case)

- [수급] 세계공급 증가율 감소 불구 부진한 세계수요로 '23년에도 공급과잉 예상
- 공급: OPEC과 미국의 증산 감축, 제재에 따른 러시아 감산 등으로 '23년 세계 증가율은 '22년보다 크게 축소(美 에너지정보청, EIA)
 - '23년 세계공급은 1.01억배럴로 +1.1% 전망. 이는 '22년 증가율(+4.5%)과 최근 5년 연평균 증가율(+1.9%, '20년 제외)을 크게 하회하는 수준
 - OPEC 증가율이 '22년 7.7% → '23년 1.2%, 미국 6.8% → 4.3%로 축소되고 러시아는 1.4% → -13.2%로 감소 전환하는 데 기인
 - 국제에너지기구(IEA)도 세계공급 증가율 전망을 '22년 4.9% → '23년 0.8%로 대폭 축소

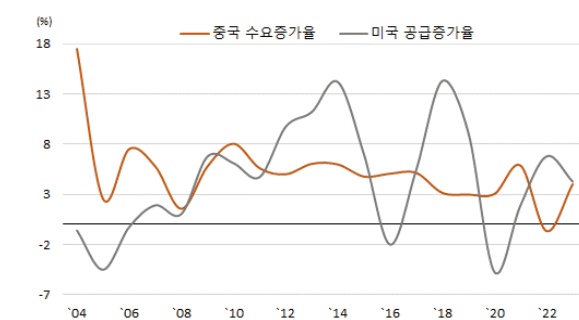
- **수요:** 中 수요는 회복되나 美와 유럽의 부진으로 '23년 세계 증가율은 전년보다 둔화
 - 글로벌 경기 불확실성을 반영하여 EIA는 세계 수요 증가율을 '22년 2.3% → '23년 1.0%로, OPEC은 2.6% → 2.3%로 예상
 - 코로나 봉쇄의 완화 또는 해제로 中 수요가 4% 증가하고 인도 역시 4%를 유지 하겠으나 미국 0.7%, 유럽 -1.2% 등 선진국 수요는 큰 폭 약화될 전망(EIA)
 - 중국 수요는 기저효과로 1~2분기 중 6%대 증가한 후 3~4분기에는 1%대로 축소 예상
- '23년 수급은 공급증가율을 하회하는 수요증가율에 힘입어 하루 +24만배럴로 전년도(하루 +16만배럴)에 이어 2년 연속 소폭의 공급초과 예상(EIA)
- **재고:** OECD 상업용 재고는 '22년 1분기 26.04억배럴을 저점으로 '23년말에는 28.16억 배럴로 늘어나겠으나 5년 평균을 지속적으로 하회할 전망(EIA)

그림5 세계 원유수급 추이(분기)



자료: EIA

그림6 중국 수요 증가율과 미국 공급 증가율



자료: EIA

- **[국제유가]** 공급초과 지속으로 '23년 평균 WTI 가격은 '22년에 비해 낮아지겠으나 재고 사정이 타이트해 \$90 내외의 고수준을 유지할 것으로 보이며 하반기로 갈수록 레벨이 높아질 전망
- \$70대 중반인 최근의 WTI 가격은 경기침체 우려를 선반영하여 언더슈팅 (undershooting) 상황에 있는 것으로 평가

표1 주요 기관 WTI 가격 전망(\$/배럴)

	2022년(A)*		2023년(F)		2022년(A)	2023년(F)
	상반기	하반기	상반기	하반기		
주요 IB**			88.8	90.5		90.0
EIA	101.8	88.0	85.2	87.5	95.1	86.4

주: *22년은 12.14일까지 평균. **최근 3개월 전망치의 중간값. 자료: Bloomberg, EIA

2. 저유가 전망(Low Oil Price Case)

□ [약세 리스크] ▲글로벌 경기침체 ▲中 코로나 통제 실패 ▲러-우크라이나 종전 등

- 글로벌 경기침체 국면 진입 시 세계 원유수요 하향조정 불가피
 - 주요 IB들은 세계 성장률이 '22년 3.2%에서 '23년 2.0%(12월초 기준)로 낮아질 것으로 전망하고, 하방위험이 많아 이보다 낮아질 가능성도 배제하지 않는 상황
 - 향후 1년 내 경기침체 가능성은 유럽 80%, 독일 90%, 미국 60% 등(Bloomberg)이며, 국가별 경기하강이 동조화될 경우 깊은 폭의 글로벌 경기침체 가능성 50%(Citi)
 - 세계경제가 예상보다 악화되면 원유수요 전망의 하향조정이 불가피하며, 경기침체 폭이 깊어질수록 수요가 감소세로 전환될 가능성도 증대
 - '00년 이후 세계 원유수요가 감소한 경우는 극심한 경기침체기였던 글로벌 금융위기('08~'09년)와 팬데믹 위기('20년) 등 세 차례
- 중국이 코로나 신규 확진자 억제에 실패할 경우 원유수요의 회복세 전환은 기대난
 - 중국은 '22년 11월 봉쇄 지역 최소화 등이 담긴 방역 완화조치를 발표하며 사실상의 '위드 코로나' 정책을 시행. 하지만 신규 확진자가 급증하는 부작용 표출
 - 중국질병예방통제센터는 1차 감염 파동 시 인구의 60% 안팎이 감염되고, 최종적으로 80~90%가 감염될 수 있다고 추산
 - 중국의 '위드 코로나'는 원유수요에 긍정적이나 감염자 급증 시 오히려 수요위축 요인으로 작용할 우려. 부동산시장 냉각과 자본유출 등 여타 리스크 요인과 상호작용할 경우 원유수요가 2년 연속 감소할 가능성
 - '23년 세계수요 증분(예상)에서 중국의 비중이 60%인 점을 감안하면 中 수요감소는 세계수요 감소로 이어질 소지
- 러시아-우크라이나 종전 시 공급 불확실성 해소 기대
 - 러시아-우크라이나 전쟁이 극적으로 종료되면 원유공급 불확실성이 크게 완화될 것으로 기대. 경제 재건을 위해 러시아가 빠른 증산에 나설 가능성도 상당
 - 다만 종전 후에도 서방과 러시아의 관계가 당장 회복되기 어렵고, 서방의 對러시아 제재도 상당기간 이어질 것으로 보여 실물수급에 미치는 긍정적 효과는 시차를 두고 서서히 나타날 소지

- **[국제유가]** 약세 요인이 시장 전면에 부각되는 '저유가 전망' 하에서 국제유가는 최근 (\$70~80)과 같은 약세 기조를 이어가고, 상황에 따라 일시적으로 낙폭이 깊어질 가능성

- 국제유가 낙폭이 깊어지면 OPEC+와 美 세일업체 등 생산량조절자(Swing Producer)가 감산에 나설 것으로 보이며 이 과정에서 변동성이 확대될 소지
 - OPEC+ 회의는 내년 6월초로 예정되어 있으나 국제유가 급락 등 긴박한 상황이 발생할 경우 긴급회의*를 소집할 것으로 예상

* OPEC은 '08년 글로벌 금융위기와 '20년 팬데믹 위기 등 필요 시 긴급회의를 소집하여 대응

3. 고유가 전망(High Oil Price Case)

□ [4대 강세요인] ①공급 불안요인 잠재 ②원유 및 석유제품 재고 부족 ③연준 Pivot 기대 ④유럽 및 중동 지정학 불안 등

① OPEC 증산능력 부족, 美 증산 한계 등 공급 불안요인 잠재

- OPEC의 생산능력은 장기간에 걸쳐 감소세를 지속. 여유생산능력(생산능력-생산량)도 축소된 가운데 실제보다 부풀려져 있다는 의견 제기
 - OPEC 생산능력은 '15년 7월 일일 3,755만배럴을 정점으로 감소세로 돌아섰으며, '22년 11월에는 3,406만배럴로 '07년 수준으로 퇴보(Bloomberg, 이하 동일)
 - 여유생산능력(이란 제외)은 대규모 감산이 단행된 팬데믹 시기 세계수요 대비 최고 11%까지 늘었으나 최근에는 3.9%로 축소
 - 이런 상황에서 OPEC 여유생산능력의 60% 이상을 차지하는 사우디와 UAE의 생산능력이 과대평가 되어 있으며, 특히 UAE는 이미 최대 생산능력에 도달했다는 평가가 일부에서 제기→ OPEC 증산여력이 실제보다 적을 수 있음을 시사
- 금년 국제유가 급등에도 불구하고 미국 생산은 완만한 속도로 증가하고 있으며, 23년에도 높은 생산비용 등으로 빠른 증가세를 기대하기 어려운 상황
 - 美 생산은 12.2일 1,220만배럴로 금년 들어 2.2% 증가*하는데 그쳤으며, 6월 이후에는 1,200~1,220만배럴에서 정체

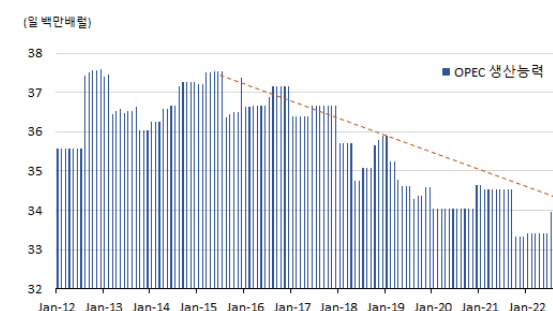
* 美 원유생산 증가율: '21년 +7.3%, '19년 +10.3%, '18년 +19.6%, '20년은 팬데믹 위기로 감산

- 美 생산부문(upstream)에 대한 자본지출은 '22년 중 30% 이상 증가했으나 상당 부분이 비용인플레이션에 따른 것이며, '23년에도 사정이 비슷할 것으로 보여 실제 증산에 미치는 효과는 크지 않을 전망(S&P Global Commodity Insight)
- 시추기(rig)의 증가속도가 6월말 이후 주당 1.3개*에 불과하고, 미완결유정(DUCs)은 9년래 최저치로 감소**하는 등 선행지표들도 美 생산 증가세가 부진할 것임을 시사

* '21년에는 주당 4.08개 ** DUCs의 감소는 신규 유정에 대한 시추활동 축소를 의미

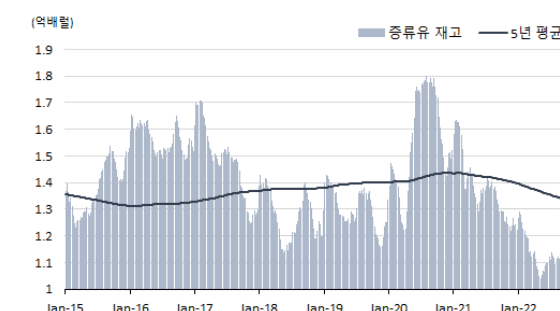
- 생산량 조절자인 OPEC과 미국의 증산 여력이 크지 않다는 점은 돌발 상황 발생 시 대응능력 제한으로 공급차질이 심화할 수 있음을 의미

그림7 OPEC 생산능력 추이



자료: Bloomberg

그림8 미국 증류유 재고 추이



자료: EIA

② 원유 및 석유제품 재고 부족

- 美 상업용 원유재고는 12월초 기준 하루 수요의 25일분으로 3년래 최저치 수준. 전략비축유(SPR)는 금년 중 대규모 방출의 영향으로 38년래 최저치
 - SPR은 '22년 초 5.93억배럴이었으나 러-우크라이나 전쟁 이후 시장안정을 위해 두 차례에 걸쳐 대규모로 방출함에 따라 12월초 3.87억배럴로 2억배럴 이상 감소
 - SPR을 비롯한 원유재고 감소는 유사시 시장의 안전판이 부족해졌음을 의미하며, 추후 재비축(restocking) 과정에서 추가 수요를 발생시키는 요인으로도 작용
- 美 석유제품 재고는 '22년 3월을 저점으로 최근까지 증가세를 나타내고 있으나 5년 평균을 하회. 특히 디젤유를 포함하는 증류유 재고는 5년 평균을 10% 이상 하회
 - 러시아산 석유제품 금수조치로 전세계적으로 디젤유 부족(diesel shortage) 문제가 발생하면서 미국 제품수출*이 증가하고 재고 감소가 심화

* 美 제품 수출, 2월초(러-우 전쟁 전) 일일 411만배럴 → 12월초 621만배럴, +51%

- 제한된 정유능력, 유럽의 러시아산 금수 조치 등으로 디젤을 비롯한 제품재고 부족 문제가 더욱 심화할 가능성. 이는 궁극적으로 원유시장 수급에도 영향
 - 미국의 정유능력은 팬데믹 이후 하루 100만배럴 가까이 축소되었으며, 유럽은 연간 2.5억배럴 내외에 달했던 러시아산의 수입 중단 여파가 상당

③ 연준 통화정책 전환(Pivot) 기대

- 미국 인플레이션이 최근 5개월 연속 둔화함에 따라 물가 정점론이 다시 점화



- 미국 CPI 상승률은 지난 6월 9.1%로 정점을 기록한 후 10~11월에는 2개월 연속 7%대로 하락. 뉴욕연은의 1년 후 기대인플레이션도 11월에는 5.2%로 크게 하락
- 이에 따라 미국의 물가 상승세가 추세적으로 꺾였다는 평가가 나오고, 연준의 금리인상 속도도 둔화될 것이라는 의견이 집중. 금년 초강세를 나타낸 달러화도 완만한 약세로 돌아설 소지
- 연준의 Pivot 기대가 높아지면 원유 등 위험자산에 대한 투자심리가 개선되어 투자 자금의 유입을 촉발할 전망
- 통화긴축과 강달러 등으로 '21년 하반기 이후 원유 선물시장에서 빠져나간 금융자금이 유입세로 전환될 가능성

④ 유럽 및 중동 지정학적 불안

- 러시아-우크라이나 전쟁은 종전 가능성과 함께 장기화될 가능성도 상존. 전쟁이 길어질수록 러시아의 생산능력 축소 및 감산의 영향이 배가될 소지
- '14년 크림반도 점령 이후 서방의 경제 및 기술 제재 지속으로 러시아는 매장량 감소와 설비 노후화가 진행 중이며, 러-우 전쟁 이후 더욱 강력한 제재 조치가 시행됨에 따라 러시아 생산 잠재력이 더욱 빠르게 훼손될 가능성
- 러시아 생산은 전쟁 전 하루 1,018만배럴에서 11월 945만배럴로 7% 감소(Rystad). 서방의 유가 상한제에 대한 대응으로 러시아의 공급축소 폭이 확대될 소지
- 중동은 상시 정정불안 지역이며 '23년에는 특히 미국-사우디, 미국-이란, 사우디-이란 등 3중 불확실성에 주목
- 미국과 사우디 관계는 10월초 사우디의 대규모 감산 주도 이후 냉각되고 있으며, 최근 사우디가 러시아와 중국에 밀착하는 모습을 보이고 있어 양국간 갈등의 골이 깊어질 가능성 · 중동내 안보 불안을 자극할 우려
- 핵협상 불발 시 미국과 이란 간 군사적 외교적 갈등이 심화될 것으로 보이며, 이란이 핵실험을 재개할 경우 군사적 충돌 가능성도 배제하기 곤란. 사우디와 이란은 역내 패권 경쟁이 무력도발로 이어질 우려 상존

□ [국제유가] 공급차질과 투자심리 개선이 상당한 상방압력으로 작용하여 국제유가는 재차 세자리 수(triple-digit)에 진입할 가능성

- '고유가 전망' 하에서 세계 수급은 기본 전망과 달리 공급부족으로 전환되어 국제유가 강세를 견인
- 강세 요인이 동시에 부각되고 중국에서 일상회복 및 보복수요(pent-up demand)가 가세 하는 등의 경우 상승폭이 확대될 전망



III. 종합평가

- 주요 기관들의 전망과 시장 변수들을 종합하면, '23년에는 경기 불확실성을 제외하면 전체적으로 유가의 상방압력이 우세한 것으로 평가. 다만 상반기에는 '저유가 전망'에 무게가 실릴 것으로 보이며, 하반기에는 '고유가 전망'에 초점을 맞출 필요
- 연초에는 경기와 중국 코로나 상황이 시장 분위기를 주도할 것으로 예상. 다만 타이트한 재고 사정 등이 국제유가에 하방경직성으로 작용할 가능성
- 상반기 말, 또는 하반기부터는 세계경기의 저점이 확인되고 공급부족 문제가 시장 전면에 등장하면서 국제유가 상방압력이 높아질 전망
 - 시장 안전판인 재고가 충분하지 않아 공급차질을 초래할 수 있는 돌발성 이벤트 발생 시 단기적으로 \$20~30 급등하는 현상이 발생할 가능성에 유의할 필요

□ 국제원유시장에 내재된 불확실성을 감안하여 경제주체들은 대외 변수들의 동향을 예의주시하면서 상황에 맞는 다양한 대응 시나리오를 마련해 둘 필요

- 원유 수입의존도가 절대적인 우리나라의 입장에서 글로벌 공급차질에 대비하여 공급선의 안정적 관리 및 다양화가 무엇보다 중요하며, 공급측 요인에 따른 국제유가 강세 전환 시에 대비한 정책 옵션을 통해 국내 경제 및 물가 관리에 적극 나설 필요

2023년 한국계 외화채권 발행시장 전망

김윤경 | 자본시장부장

Summary

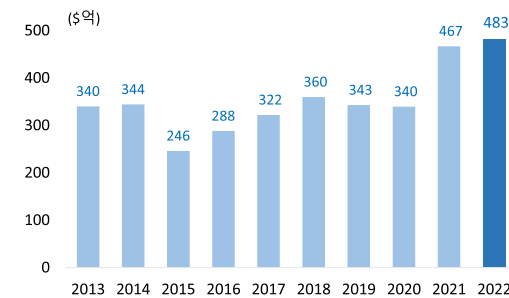
- ['22년 발행 동향] '22년 한국계 외화채권 발행규모는 \$483억으로 전년대비 4% 증가했으며 역대 최대 규모의 연간 발행액을 기록
 - (발행액) 순발행 규모는 \$144억으로 전년대비(\$174억) 감소, 월별로는 시장 불안에 대비한 선제적 발행으로 1월에 가장 많이 조달(\$87억)
 - (발행 주체) 국책은행(\$225억)과 공기업(\$95억)의 조달 규모가 전년대비 각각 15%, 44% 증가하며 발행을 주도
 - (발행 통화) 달러화 비중이 76%, 유로화 9%이며, 나머지 통화는 각 3% 이하
 - (GSS* 채권) 달러화 환산 \$135억 발행되어 작년 \$177억보다는 줄었으며, 전체 한국물 중 28%를 차지('21년 38% → '22년 28%) * Green, Social, Sustainability
 - (발행 가산금리) 국책은행(Aa2/AA/AA-)의 경우 5년 만기 달러채 기준 가산금리는 연초 벤치마크 금리(UST 5y) +30bp에서 9월 이후 +90bp로 큰 폭 확대
- ['23년 만기도래 전망] 내년 한국계 외화채권 만기도래액은 \$416억으로 금년 (\$339억)보다 22% 증가할 것으로 추정
 - 국책은행은 2월과 7월, 공기업은 6월과 7월, 민간기업은 4월과 7~8월, 시중은행은 3월, 7월, 10월에 만기가 집중
- ['23년 차입여건] 내년 글로벌 외화 조달시장은 경기침체 우려와 지정학적 리스크(미-중 분쟁, 러-우 전쟁 등) 등 불안요인도 많지만, 벤치마크 금리 하락 등이 크레딧물 수요를 견인할 수 있을 것으로 예상
 - 다만 일각에서 제기하는 것처럼 미국의 최종 정책금리가 예상보다 높은 수준으로 인상되고 상당 기간 유지될 가능성도 있는 등 상반기까지 통화정책 불확실성이 지속되고, 미국 경기가 크게 악화되지 않는 한 美 국채금리는 과거보다 높은 전망
- [평가 및 전망] 크레딧 시장에 대한 주요 IB들의 낙관적 시각에도 불구하고 내년 외화 조달시장은 통화정책, 경기침체 등의 불확실성으로 높은 변동성을 지속하는 가운데 신용도와 조달 규모에 따라 차별화가 심화되는 양상을 보일 전망

- ['22년 발행 동향] '22년 한국계 외화채권 발행규모는 \$483억¹⁾으로 전년대비 4% 증가했으며 역대 최대 규모의 연간 발행액을 기록

* 총 발행액: '18년 \$360억 → '19년 \$343억 → '20년 \$340억 → '21년 \$467억 → '22년 \$484억

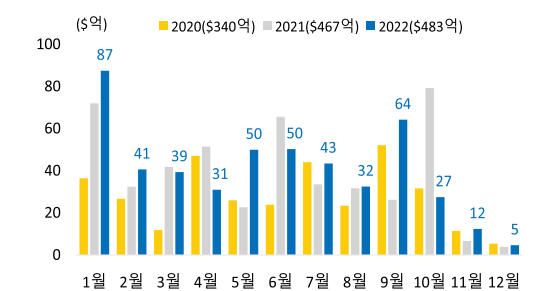
- (발행액) 순발행 규모는 \$144억으로 전년대비(\$174억) 감소했으나 과거 5년 평균 \$100억을 상회
 - 월별로는 시장 불안에 대비한 선제적 발행으로 1월에 가장 많이 조달(\$87억) 했으며, 이후에는 외화채 시장 여건이 안정되는 시기를 모색 <그림2>
 - 금년 아시아(일본 제외) 발행자들의 G3(\$/€/¥)통화 조달은 전년대비 36% 감소한 \$1,890억을 기록하면서 한국물 비중은 18%로 증가
 - 아시아 G3통화 발행 중 한국물 비중, '20년 7.9% → '21년 11.0% → '22년 18.3%
 - 이에 따라 한국물 G3통화(외화채)의 약 85% 차지) 발행잔액은 \$1,848억 정도로 추정

그림1 한국물 발행액 추이(연간)



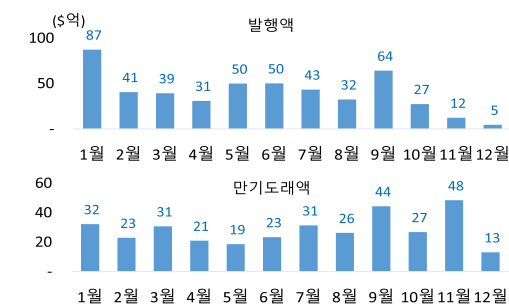
자료: Bloomberg, 국제금융센터

그림2 한국물 발행액 추이(월별)



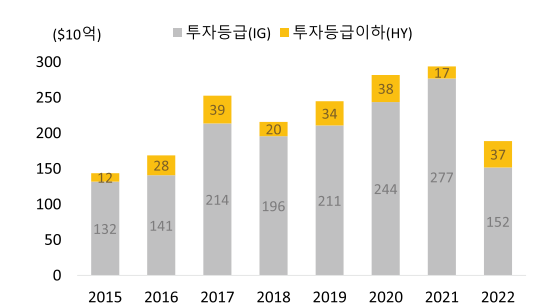
자료: Bloomberg, 국제금융센터

그림3 한국물 월별 발행 및 만기도래 비교



자료: Bloomberg, 국제금융센터

그림4 아시아(日제외) G3통화 발행액

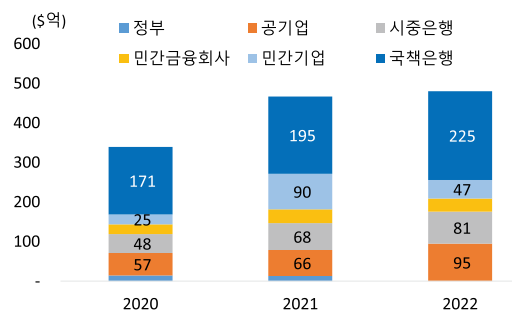


자료: Bloomberg, 국제금융센터

1) '22.1.1~12.19일까지의 Bloomberg 자료 기준 공모/사모 외화 발행으로 발행규모 \$3천만 미만, 국내발행(김치본드) 제외

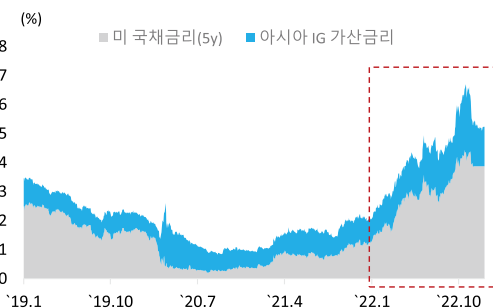
- (발행 주체) 국책은행(\$225억)과 공기업(\$95억)의 조달 규모가 전년대비 각각 15%, 44% 증가하며 발행을 주도
 - 주제별 비중은 국책은행 46%(’21년 42%), 공기업 20%(14%), 시중은행 17%(15%), 민간기업 10%(19%), 민간 금융회사 7%(8%) 등의 순
 - 국내 자금시장 불안으로 당국이 공공기관 해외채 발행을 권고한 데 따른 영향도 작용
- 민간기업 발행은 전년대비 감소(\$90억 → \$47억)했지만 ’20년 제외 과거 평균 수준
 - 기아자동차(Baa1/BBB+, 2월 \$7억), 포스코(Baa1/A-, 7월 \$10억) 등이 시장여건 일시 호전 상황을 활용하여 대규모 발행했고, GS 칼텍스(Baa1/BBB+, 6월 \$3억), LG화학(A3/BBB+, 7월 \$3억) 등도 만기도래에 따른 차환에 성공
 - 현대중공업(3월 \$3억), 롯데물산(7월 \$3억) 등은 은행보증을 통해 신용 보강후 조달하는 전략 활용

그림5 한국물 주제별 발행규모



자료: Bloomberg, 국제금융센터

그림6 아시아 발행자, 달러화 조달금리

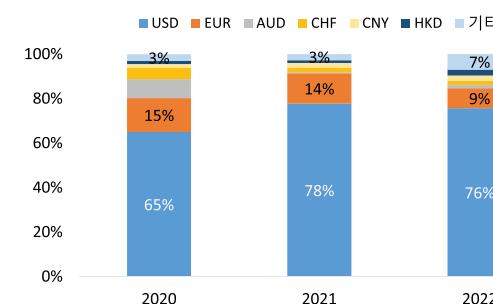


자료: Bloomberg, 국제금융센터

- (발행 통화) 달러화 비중이 76%, 유로화 9%이며, 나머지 통화는 각 3% 이하
 - 달러화 조달은 금융시장 불안 또는 통화정책 정상화 시기에 다른 시장들보다 유리해지는 경향이 있어 상대적으로 발행이 증가
 - ’21년에는 달러화 유동성이 풍부하고 크레딧 스프레드 축소가 진행되면서 달러화 표시 채권 발행이 급증: ’19년 66% → ’20년 65% → ’21년 78% → ’22년 76%
 - ’22년에는 시장 불안으로 여타통화 Basis swap 여건이 불리(추가 프리미엄 지급)해지고 채권 수요가 감소하면서 달러화 외에 대안이 많지 않은 환경이 이어짐
 - 공모 발행은 달러화 비중이 86%(’21년 79%), 유로화가 12%(11%)로 작년보다 증가
- 유로화의 경우, 작년까지 이어진 마이너스 금리 조달 기회가 올해 소멸되면서 발행이 감소: ’19년 11% → ’20년 15% → ’21년 14% → ’22년 9%

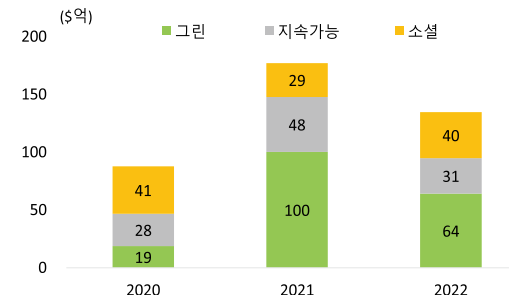
- 그 외 홍콩달러화/브라질헤알화 발행이 각각 3%, 위안화/엔화/스위스프랑화/ 호주달러화 발행이 각각 2%, 싱가포르달러화 1% 등을 기록
- (GSS* 채권) 달러화 환산 \$135억 발행되어 작년 \$177억보다는 줄었으며, 전체 한국물 발행 중 28%를 차지: ’19년 30% → ’20년 26% → ’21년 38% → ’22년 28%
 - * GSS = Green, Social, Sustainability, Sustainability-linked Bond, 이하 GSS 채권
 - 세부 비중은 Green 48%(’21년 57%), Social 23%(16%), 지속가능채권 30%(26%)으로 민간 기업/에너지 공기업들은 그린본드, 시중은행들은 지속가능채권을 주로 발행
 - 글로벌 시장에서도 ESG 펀드자금이 계속 유입되고 있고(’21년 \$8,150억 → ’22년 \$9천억 예상), 러시아-우크라이나 전쟁, 금리 상승 등으로 증가 속도는 다소 둔화 되었으나 미국 IRA 법안에 따른 전기차(EV) 관련 수요 등으로 발행은 증가세
 - 글로벌 GSS채권발행액, ’20년 \$4,850억 → ’21년 \$1.1조 → ’22년 \$1.3조 예상

그림7 한국물 통화별 발행비중



자료: Bloomberg, 국제금융센터

그림8 한국물 GSS 채권 발행액



자료: Bloomberg, 국제금융센터

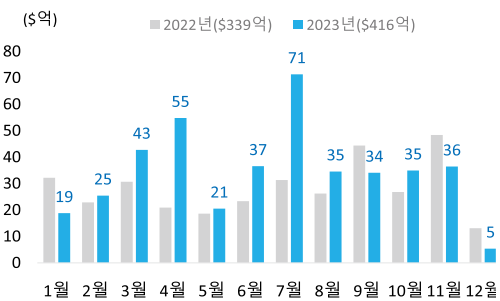
- (발행 가산금리) 국책은행(Aa2/AA/AA-)의 경우 5년 만기 달러채 기준 가산금리는 연초 벤치마크 금리(UST 5y) +30bp에서 9월 이후 +90bp로 큰 폭 확대
- 미국 투자적격등급(IG) 회사채의 가산금리는 올해초 벤치마크 금리 +50bp에서 9월말 +108bp(’22년 최고)까지 확대된 후 12월 중 +82bp로 축소
- 시장 변동성 확대시 유통금리대비 추가로 지급하는 신규발행프리미엄(NIP, New Issue Premium)은 연초 제로에서 4~7월 20bp, 8월 이후 30bp 정도까지 상승
 - NIP는 ’17년초 8~10bp → ’17년 중반~’18년말 0~5bp → ’19년~’21년 마이너스
- 최초제시금리(Initial Price Guidance, IPG)에서 최종금리(Final Price Guidance, FPG)까지 축소폭은 작년에 이어 올해도 25~30bp였으며, 일부 딜은 여기에 ±10bp로 발행

□ ['23년 만기도래 전망] 내년 한국계 외화채권 만기도래액은 \$416억으로 금년 (\$339억)보다 22% 증가할 것으로 추정

* '18년 \$247억 → '19년 \$220억 → '20년 \$245억 → '21년 \$293억 → '22년 \$332억 → '23년 \$416억

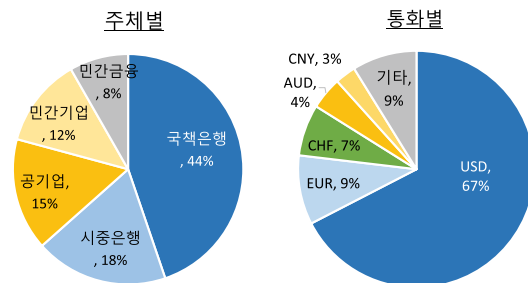
- 월별로는 7월(\$71억) > 4월(\$55억) > 3월(\$43억) > 6월(\$37억)의 순 <그림9>
 - 국책은행은 2월과 7월, 공기업은 6월과 7월, 민간기업은 4월과 7~8월, 시중 은행은 3월, 7월, 10월에 만기가 집중
 - 7월에는 수출입, KDB산업은행의 유로화 만기 외에도 수력원자력(\$6억), SK 이노베이션(Baa1/BBB+, \$5억), 농협(A1/A+, \$5억) 등이 예정
 - 글로벌 금융시장 불확실성, 경기침체 우려로 인해 상반기 만기도래 채권 규모가 큰 우량 신용등급의 국책은행, 공기업 등은 연초부터 발행에 적극적인일 전망
 - '23년 만기도래 규모가 큰 것은 '18년 5년 만기(한국물 선호만기, \$162억)로 발행했던 채권들과 작년 1년 이하로 조달한 자금의 비중(15%, \$60억)이 높았기 때문
 - 한국물 발행에서 5년만기 채권 비중, '18년 45% → '19년 40% → '20년 45% → '21년 38% → '22년 23%
- 주체별로 보면, 국책은행 \$182억('22년 \$168), 시중은행 \$76억(\$45억), 공기업 \$64억 (\$58억), 민간기업 \$51억(\$48억), 민간금융회사 \$34억(\$21억), 정부 \$10억 등의 순
 - 신종자본증권 및 후순위채 콜옵션 행사 도래도 4건 예정: 한화생명(4월, \$10억), KDB생명(5월, \$2억), 신한금융지주(8월, \$5억), 신한생명(11월, \$3.5억)
- 통화별로는 달러화 67% > 유로화 9.4% > 스위스프랑화 7% > 호주달러화 4% 등의 순

그림9 한국물 만기도래규모



자료: Bloomberg, 국제금융센터

그림10 '23년 한국물 주체별, 통화별 만기도래



자료: Bloomberg, 국제금융센터

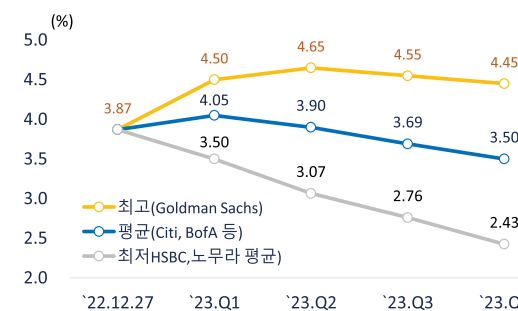
- 아시아(일본 제외) 지역 G3통화 발행은 미 국채금리 변동성과 금리수준이 하향 안정될 경우 올해보다 증가할 것으로 전망

- 아시아 G3통화 채권 만기도래액은 '22년 \$2,830억 → '23년 \$2,510억으로 감소하지만 발행액은 '22년 \$1,890억 → '23년 \$2,800억으로 예년 수준을 회복할 것으로 예상(과거 5년 평균 \$2,580억, Goldman Sachs)
 - 벤치마크 역할(인도 ESG 달러화 채권 등)과 재정갭을 낮추기 위한 일부 정부의 달러화 발행이 예상되지만 자국통화 발행으로 대체될 수 있어 부담은 적음

□ ['23년 차입여건] 내년 글로벌 외화 조달시장은 경기침체 우려와 지정학적 리스크(미-중 분쟁, 러-우 전쟁 등) 등 불안요인도 많지만, 벤치마크 금리 하락 등이 크레딧물 수요를 견인할 수 있을 것으로 예상

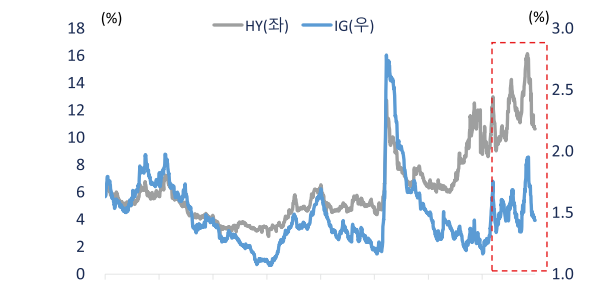
- 올해 국채금리와 크레딧 스프레드가 동일한 방향으로 움직임에 따라 투자자 손실이 확대되었으나 과거 사례에서 볼 때 매우 드문 일
 - 통상적으로 금융불안 또는 경기침체시 미 국채금리는 하락하고 크레딧 스프레드는 확대되는 경향이 있는 바 내년에 이러한 역 상관관계 예상
 - 내년 가산금리는 경기침체 등으로 20bp 정도(아시아 IG 기준, 현 145bp) 확대될 수 있으나 연간 기준으로 벤치마크 금리의 하락폭이 더 클 것으로 시장은 전망
- 다만 일각에서 제기하는 것처럼 미국의 최종 정책금리가 예상보다 높은 수준으로 인상되고 상당기간 유지될 가능성도 있는 등 상반기까지 통화정책 불확실성이 남아있어 IB들 금리 전망에도 큰 편차가 존재
 - Bloomberg 조사 전망치 중간값은 미국채 5년금리 기준, 내년 1분기에 소폭 상승한 후 2분기부터 완만하게 하락 <그림11>

그림11 미국채 5년 금리 전망



자료: Bloomberg, IB 평균

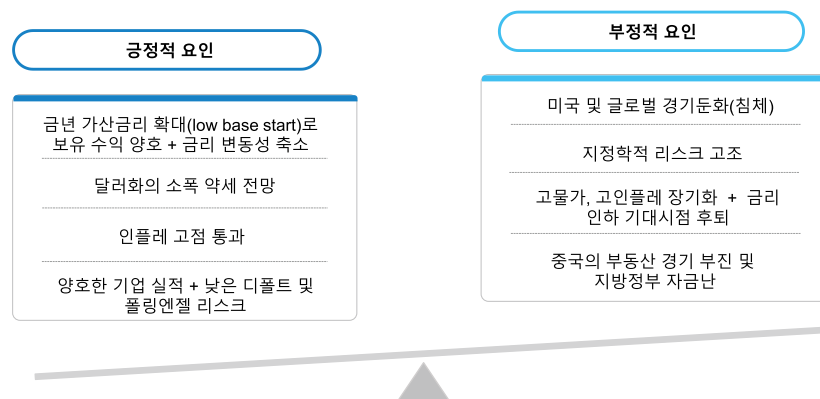
그림12 아시아 USD IG, HY 가산금리



자료: Bloomberg, IB 평균

- 연준의 최종 정책금리가 시장이 예상하는 수준(4.75~5.0%)에 그치더라도 미국 경기가 크게 악화되지 않는 한 국채금리는 과거보다 높은 수준을 유지할 전망
 - 내년 인플레이션이 안정될 것으로 보이지만 연준의 2% 목표에는 '24년이나 도달할 것으로 보는 시각이 우세함에 따라 금리 하락폭은 제한될 가능성
- 국채금리나 가산금리의 변동성이 올해보다 축소된다고 가정할 경우 New Issue Premium 등은 줄어들 여지

그림13 글로벌 외화채 발행여건: 긍정적요인 > 부정적요인



자료: 국제금융센터

- [평가 및 전망] 크레딧 시장에 대한 주요 IB들의 낙관적 시각에도 불구하고 내년 외화 조달 시장은 통화정책, 경기침체 등의 불확실성으로 높은 변동성을 지속하는 가운데, 신용도와 조달 규모에 따라 차별화가 심화되는 양상을 보일 전망
- 한국물은 10월 이후 국내 자금시장 여건이 외화채 발행에 일부 영향을 주면서 가산금리 축소폭이 크지 않은 상황이며, 신종자본증권 콜옵션 행사에 대한 우려도 잔존
 - 과거에 국내 조달여건은 외화조달에 영향을 주지 않았지만 금년처럼 회사채 발행이 중단된 경우 해외시각이 악화되면서 조달금리에 상방압력으로 작용
 - 일부 IB들은 내년 상반기까지 단기자금 시장 유동성 리스크가 더 악화될 가능성도 언급. 부동산 PF 조달의 취약성 및 ABCP 디폴트 리스크 확대를 전망
 - 금융당국의 유동성 공급 조치가 단기적으로 효과가 있었지만 부동산 시장 악화와 단기조달이 이어지는 한 리스크가 여전히 높다고 평가
- 따라서 '23년에는 한국물 발행이 다소 집중되었다고 글로벌 외화조달 시장이 안정된 시기에 신속하게 발행에 나설 필요

글로벌 은행의 그림자, 비은행금융기관 NBF 리스크 점검

황원정 | 책임연구원
이상원 | 글로벌은행부장

Summary

□ [이슈] 최근 비은행금융증개*NBFI(Non-Bank Financial Intermediation) 부문에서 산발적으로 불안 조짐이 포착되고 있는 가운데, 일각에서는 NBFI發 글로벌 위기 발생 가능성도 제기

* '18년 금융안정위원회(FSB)는 기존 사용되던 그림자금융shadow banking이라는 용어를 '비은행금융증개'로 대체하기로 결정

○ NBFI의 자산규모는 '08년 \$102조(글로벌 전체 금융자산의 42%)에서 '20년 \$226.6조(48%) 까지 확대. 특히, '12년 이후로는 은행의 자산규모('20년 \$180.3조)를 지속 상회(FSB)

□ [사례] 지난해부터 NBFI 부문에서 발생한 주요 사건들(▲그린실·아케고스 파산 ▲영 연기금 사태 ▲멕시코 비은행금융사 위기 등)을 살펴보고 은행산업에 미칠 영향을 점검

- ① (그린실·아케고스 파산) '21.3월 그린실캐피탈(핀테크)과 아케고스(패밀리오피스)의 파산 으로 Credit Suisse 등 글로벌 은행들의 관련 익스포저에서 상당한 손실이 발생
- ② (영국 연기금 사태) '22.9월 영국의 국채금리가 급등하자 레버리지투자(부채연계 투자LDI) 비중이 큰 연기금들이 마진콜 사태에 직면하면서 은행권의 경계심도 확대
- ③ (멕시코 비은행금융사 위기) '21.8월 핀테크 Alpha Holdings를 시작으로 여타 비은행 대출·리스 업체도 잇따라 재무상황에 실패하며 은행산업으로 위기전염 우려 제기

□ [종합평가] 잇따른 NBFI 불안이 은행시스템 전체에 미치는 직접적 영향은 아직까지는 제한적인 모습이나 글로벌 유동성 축소가 상당 기간 진행될 소지가 큰 상황에서 돌발적인 NBFI發 신용경색이 은행권에 미칠 2차 파급영향에 유의할 필요

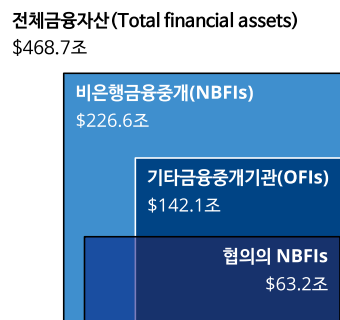
- 글로벌 은행산업 전체의 NBFI 부문에 대한 직접적인 익스포저가 크지 않고, 은행들의 재무 건전성도 과거보다 양호해 시스템 위기로 비화될 가능성은 제한적
- 다만 지난 10여년간 경제 및 금융시스템 내에서 NBFI의 중요성이 크게 확대된 가운데 NBFI 위기의 간접 영향(경기둔화 폭 심화, 보유자산 가격 하락 등)에 주의가 요구
- 향후 그레이스완이라 볼 수 있는 은행의 부외off-B/S금융은 물론, 규제 사각지대로 파악이 힘든 가상자산 및 P2P 대출 등 신종 NBFI의 위협에 주목할 필요
- 아울러 최근 글로벌 및 개별국가 차원에서는 그동안 느슨했던 NBFI에 대한 규제를 강화하려는 움직임을 예의주시할 필요



- [이슈] 최근 비은행금융중개NBF(Non-Bank Financial Intermediation) 부문에서 산발적으로 불안 조짐이 포착되고 있는 가운데, 일각에서는 NBF發 글로벌 위기 발생 가능성도 제기
- 그림자금융 또는 비은행금융중개NBF*란 표면적으로 드러나지 않으면서(shadow) 은행과 유사한 신용중개기능(banking)을 수행하는 시스템을 지칭
 - * '18년 금융안정위원회(FSB)는 기존 사용되던 그림자금융shadow banking이라는 용어를 '비은행금융중개'로 대체하기로 결정
 - 금융안정위원회FSB의 분류체계는 중앙은행, 은행 및 공적금융기관을 제외한 모든 금융기관들을 비은행금융중개기관으로 분류<참고 2, p.8>
 - NBF 자산규모는 '08년 \$102조(글로벌 전체 금융자산의 42%)에서 '20년 \$226.6조(48%)로 확대. 특히 '12년 이후로는 은행의 자산규모('20년 \$180.3조)를 지속 상회(FSB)
 - 글로벌 금융위기 이후 레버리지 문제가 은행권보다 규제가 약한 △보험사 △연기금 △자산운용사 △핀테크 등의 비은행금융중개기관으로 이동
 - 특히 최근 몇 년간 연기금과 보험사 자산이 매년 8~10%의 높은 성장세를 구가
 - 해외 저명 경제학자, 컨설팅 업체 등에서는 글로벌 금융위기 이후로 규제가 강화된 은행부문보다는 눈에 잘 드러나지 않는 NBF가 다음번 글로벌 위기의 진원지가 될 가능성을 지적(KROLL 등)
 - 예일대 Metrick 교수는 전통적 은행을 고속도로, 그림자금융을 측면도로service road에 비유하면서 고속도로의 높은 통행료(강한 규제 등)로 인해 더 많은 운전자가 측면 도로를 이용하게 되었다고 설명
 - 시카고대 Diamond 교수(올해 노벨경제학상 수상)는 “지난번 위기는 은행에서 시작해 은행에서 끝났지만, 다음 위기가 NBF 부문에서 시작된다면 은행도 타격을 입을 것blow back”이라고 경고

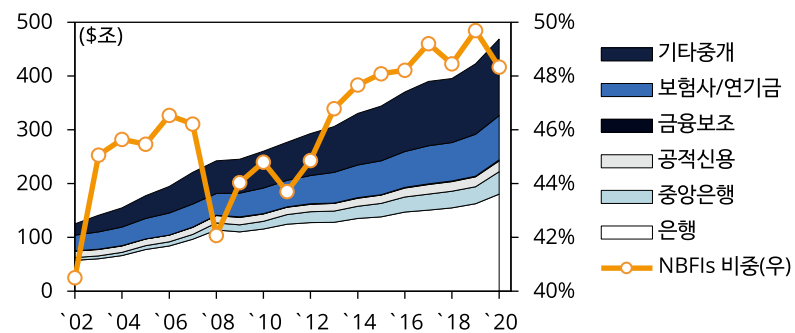
그림1 비은행금융중개NBF 규모

| NBFs 규모('20년 말 기준)



자료: FSB('21.12월)

| 글로벌 전체 금융자산 대비 NBFs 비중 추이



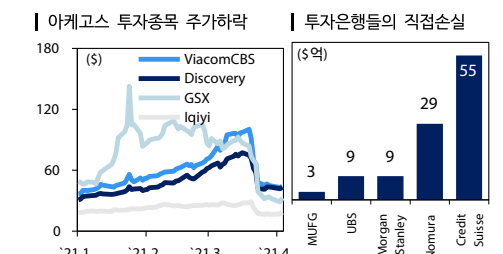
- [사례] 지난해부터 NBF 부문에서 발생한 주요 사건들(▲그린실캐피탈아케고스 파산 ▲영국 연기금 사태 ▲멕시코 비은행금융사 파산 등)을 살펴보고 은행산업에 미칠 영향을 점검
- ① (그린실 및 아케고스 파산) '21.3월 레버리지를 크게 확대해온 핀테크 기업인 그린실 캐피탈과 패밀리오피스인 아케고스의 파산으로 Credit Suisse 등 글로벌 은행들의 관련 익스포저에서 상당한 손실이 발생
- 그린실캐피탈은 팩토링, 역팩토링(공급망 금융) 외에도 '예상팩토링prospective factoring'을 실시 했으며, 매입한 송장invoice을 증권화 매각하는 방식으로 레버리지를 확대<표 2>
 - 그린실은 대출 익스포저 대부분이 GFG Alliance에 집중(약 \$50억)되어 있었으며, GFG 그룹에도 예상팩토링을 통해 자금을 지원
 - '20년 코로나19가 발생하면서 GFG Alliance(영국의 대형 철강기업) 등을 포함해 다수의 그린실 고객들이 채무불이행 및 파산 선언
 - 보험사들(Tokio Marine 등)은 부실채권을 이유로 그린실과 계약갱신을 거절. 이로 인해 Credit Suisse(익스포저 \$23억) 등이 그린실 투자를 동결 및 철회하며 그린실 파산
 - 아케고스는 총수익스왑*Total Return Swap이라는 장외파생상품을 통해 레버리지를 크게 확대(자산 \$100억 → 익스포저 \$500억~\$1,000억, BANCO DE ESPAÑA 추정)
 - * 아케고스는 주식을 사지않고 수익(배당 및 주가상승 이익)만 얻을 수 있는 총수익스왑 매수포지션 보유. 거래상대방 (매도포지션인) 투자은행들이 주식을 매입하고 발생하는 수익을 아케고스에 지급하고 수수료 수익을 수취
 - 아케고스는 투자종목이 일부 기업 및 산업에 편중(美 대중매체 ViacomCBS 및 Discovery, 中 기술기업 등)되어 있었는데 이 기업들의 주가가 하락하면서 마진콜 대응에 실패<그림 1>
 - Goldman Sachs 및 Moran Stanley 등이 보유주식을 빠르게 투매하면서 주가가 추가로 하락. Nomura, Credit Suisse처럼 대응이 느렸던 은행들은 더 큰 손해<그림 2>
- ⇒ 영향: 그린실·아케고스 사태는 시장 상황이 비교적 안정적인 시기에 발생했고 거래 은행들의 자본이 충분했기 때문에 금융시스템 위기로 이어지지는 않았지만, NBF와 은행산업간 상호 연계가 가지는 중요성이 부각되는 계기로 작용

표2 팩토링, 역팩토링 및 예상팩토링

구분	내용
매출채권금융 (팩토링)	금융기관은 공급자가 구매자에게 상품을 외상판매하고 받은 매출 채권을 할인된 가격으로 매입, 계약일에 구매자로부터 자금 회수
공급망금융 (역팩토링)	팩토링과 자금흐름은 유사(금융기관이 공급자에게 대금을 지급하고 구매자로부터 자금회수)하나 구매자와 계약을 맺는다는 점에서 차이. 구매자가 결제 기한을 계약일 이후로 연장할 수 있다는 장점
예상팩토링	팩토링 및 역팩토링은 실제 거래를 통해 발생한 매출채권을 기반으로 하지만 예상팩토링은 '미래에 발생할 것으로 예상되는 거래에 따른 매출채권'을 할인. 예상팩토링을 제공한 금융기관은 해당 거래가 발생할 때까지 기업에 재대출을 해줘야하는 위험한 상품

자료: 외신종합

그림2 아케고스 사태 및 은행 피해



자료: Bloomberg

- ② (영국 연기금 사태) '22.9월 영국의 국채금리가 급등하자 레버리지투자(부채연계투자LDI) 비중이 큰 연기금들이 마진콜 사태에 직면하면서 은행권의 경제심도 확대²⁾
- '22.9월 영국 정부의 감세안 발표로 국채금리가 급등하자 이를 담보로 레버리지를 평균 3~4배까지 확대한 연기금들은 대규모 마진콜 요구에 직면. 英 국채 및 레포시장을 압박
 - 연금펀드들은 현금확보를 위해 국채를 대거 매각했으며, '국채금리 상승 ⇒ 담보 가치 하락(마진콜) ⇒ 국채 매각 ⇒ 금리 상승'이라는 악순환에 직면
 - LDI 전략에는 금리상승 리스크가 내재. 연금펀드들은 이에 대비해 유동성 버퍼를 축적했으나 금리가 예측할 수 없는 수준으로 급등했기 때문에 버퍼가 빠르게 소진
 - 국채금리 급등으로 영국 연기금의 손실MTM loss이 최대 £1,500억까지 확대(JPMorgan)
 - 영란은행BoE은 적극적 양적긴축(국채매각) 계획을 유예하고 9.28일~10.14일까지 장기 국채를 일일 최대 £50억씩 매입하겠다고 발표해 시스템으로의 전염 가능성을 차단
 - 이에 더해 한시적담보확장레포기구TECRF 신설 및 인덱스장기레포Indexed Long Term Repo 시행 등 LDI 펀드에 추가적인 유동성을 지원
 - ⇒ 영향: 영란은행의 긴급 시장개입이 없었다면 LDI 사태는 연금펀드의 90% 소멸 및 은행권 손실 등 더 큰 위기로 이어졌을 수도 있을 것이라는 평가가 중론<그림 3>
 - 영국 금융감독청장 Nikhil Rathi, “시장안정을 위한 당국의 개입이 없었다면 LDI 펀드에 레버리지를 제공한 은행들은 수십억 파운드의 손실을 입었을 것”
 - 은행들은 연기금에 역레포(국채를 담보로 현금대출)를 실시했으며, 이는 잠재적인 위기전염 경로
 - 영국계 은행소속 트레이더, “Lloyds가 가장 큰 영향을 받은 기관 중 한 곳일 것”(FT)
 - Lloyds의 역레포 익스포저는 약 £520억(총자산 대비 8.5%)으로 영국 주요은행들 중 최대이며 英 국채 레포시장(£4,000억)의 13%를 차지<그림 4>

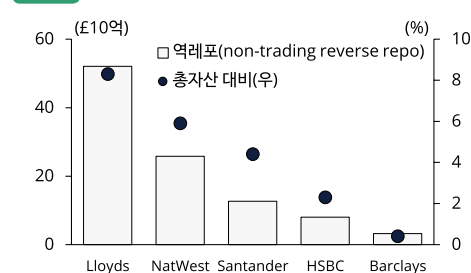
그림3 영국 국채금리 및 파운드화(GBP/USD)



자료: Bloomberg

2) 국제금융센터, “최근 영국의 부채연계투자 위험 및 시사점(22.10.19)”

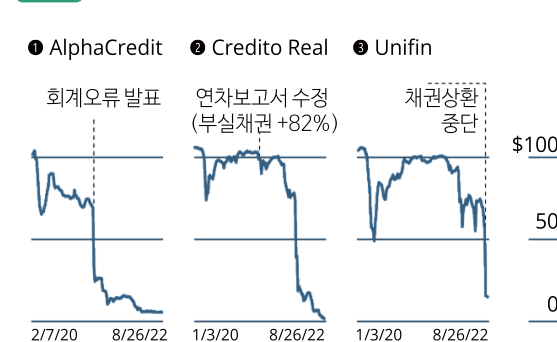
그림4 영국 은행들의 역레포 익스포저



자료: FT, 주: Lloyds는 '22.Q2, 나머지는 '21.12월 기준

- ③ (멕시코 비은행금융사 위기) '21.8월 핀테크 Alpha Holdings 파산을 시작으로 여타 비은행 대출·리스 업체도 잇따라 재무상황에 실패하며 은행산업으로의 위기 전염 우려도 제기
- Alpha Holdings(핀테크 소비자금융업체인 Alpha Credit의 모회사)는 '21.4월 파생상품 포지션 오류를 포함해 다수의 회계오류를 발견. 이로 인해 외상매출 등 자산에 수정이 발생 하며 채무불이행 및 파산에 도달<그림 5>
 - 비은행대출업체 Credito Real은 '21.4월 2020 연차보고서를 수정(부실대출— +82%)하자 달러채 가격이 7~9% 하락. '22.2월 재무상황(CHF1.7억)에도 실패하며 신용등급 하향
 - 멕시코 최대 리스업체 Unifin은 '22.8월 CEO가 양호한 재무건전성을 언급한 지 수일 만에 외채상환 중지 및 채무 구조조정 발표. 채권가격이 급락하고 신용등급도 강등
 - Alpha 및 Credito Real 사태는 기업고유의 문제(회계오류)로 인식되는 측면이 있었으나, Unifin까지 상황을 중단하면서 NBFI 산업 전체에 대한 우려 확대
 - S&P는 투자자 신뢰 하락 및 높은 부채부담에 따른 자금조달 여건 악화를 고려, 8월 멕시코 NBFI들에 대한 신용등급 산정 초기값starting point을 BB에서 BB-로 하향 조정
 - BofA는 Unifin 이슈를 고려해 멕시코의 다른 NBFI들에 대해 '비중축소underweight' 의견
 - ⇒ 영향: NBFI 불안이 은행산업으로 전염될 것이라는 우려가 제기되었으나, 은행의 NBFI 익스포저가 제한적이기 때문에 그 가능성은 낮다는 평가가 중론(BBVA, IMF 등)
 - 멕시코 은행시스템(상업은행+개발은행)의 Unifin, Credito Real에 대한 익스포저는 전체 은행산업 대출 대비 약 0.3%로 미미한 수준
 - 양사 채무불이행으로 인한 부실채권 증가는 '22.Q2 2.4% → Q3 2.7% 정도에 그칠 것(Fitch)
 - 특히, 대형은행들의 익스포저가 적다는 점도 NBFI 위기가 은행산업에 전이될 우려를 완화. 영국 연기금 사태와 같은 정책 대응도 거의 없을very little to no 조치(BofA)<표 3>

그림5 멕시코 NBFI 채권가격 급락 및 신용 강등



자료: Bloomberg, 주: Alpha Credit은Alpha Holdings의 자회사

표3 멕시코 은행들의 Unifin 대출 익스포저(\$100만)

달러대출	Bladex	100	BTG	55	Banamex	20
	Barclays	22	EBF	45	Bancomext	15
	Nomura	91	ResponsAbility	14	Nafin	39
	Deutsche Bank	11	Blue Orchard	39	Proparco	65
MXN대출	Nafin	138	Santander	50	Scotiabank Bilateral	32
	Azteca	43	Bancomext	56	Scotiabank Warehouse	25
	Banamex	99	Keb Hana	2	Scotiabank	50
	CI Banco	12	Bank of China	7	GM	6

자료: Bank of America



참고 1 최근 NBFi 불안 사태의 공통 배경



□ [주요 배경] ▲고위험·고수익 추구 ▲리스크 관리 실패 ▲금융당국의 감독 부실

○고위험 · 고수익 추구: 그린실캐피탈의 예상팩토링, 아케고스의 총수익스왑, 영국 연금 펀드의 부채연계 투자_{LDI} 모두 고위험 비즈니스 모델

- 저리자금_{easy money}이 풍부한 시기에는 문제가 없었으나, 글로벌 금리상승 환경 속에 자금조달 여건이 악화되면서 취약성이 부각. 높은 레버리지가 특히 문제

○리스크관리 실패: NBFi들은 사업모델 및 투자상품 등의 높은 위험에 상응하는 리스크 관리(분산투자, 예상손실 추정, 자금조달 다변화 등)에도 실패

- 그린실 및 아케고스는 각각 대출 및 투자자산이 소수의 기업 및 산업에 편중
- 영국 연금펀드는 과거 데이터에 기반한 리스크모델로 예상손실 등을 추정했기 때문에 기록적인 금리 급등으로 인한 담보가치 하락에 대응할 유동성이 부족했다는 평가
 - Kashyap 시카고대 교수, “자산 매니저들은 더 엄격한 스트레스테스트 및 역_逆 스트레스 테스트를 통해 LDI 펀드가 붕괴될 수 있는 시나리오에 대비할 필요”
- 멕시코 NBFi들은 자금조달 다변화가 미흡. 특히, 외화채권에 대한 의존도가 크기 때문에 시장경색 상황에서 자금조달 제약에 직면

○규제 · 감독 부실: NBFi 산업에 대한 규제 · 감독 부실도 NBFi들이 과도하게 레버리지를 확대하고, 리스크 관리에도 실패한 주요 원인

- 영국 감독당국들은 자금세탁 규제 외에는 그린실 사업활동에 대해 어떤 규제도 하지 않았으며, 미국의 패밀리오피스에 대한 규제도 느슨(익스포저 공시 면제 등)
- 영란은행 부총재인 Jon Cunliffe는 영국 연금펀드의 LDI 위기가 비은행금융중개 기관에 대한 규제 강화 필요성을 시사한다고 지적
 - 보험사는 NBFi(연기금과 같이 기타금융기관으로 분류)에 속하지만 엄격한 자본 및 유동성 규제가 적용되어 일부 기관들의 LDI 투자에도 불구하고 연기금과 같은 위기는 없었음
 - 연기금 등 NBFi들도 은행과 마찬가지로 'death plan', 즉 질서있는 구조조정 계획 필요(FCA)
- 멕시코의 경우, NBFi에 대한 명확한 규제나 지침이 없기 때문에 기관규모에 걸맞는 지배구조_{governance} 투명성, 시장과의 의사소통이 부적절했을 소지
 - 규제 · 감독 프로세스를 개선하기 위해서는 NBFi에 국제회계기준을 적용시키거나, 이사회 구성의 독립성을 강화하는 조치가 필요하다는 의견도 제기



□ [종합평가] 잇따른 NBFi 불안이 은행시스템 전체에 미치는 직접적 영향은 아직까지는 제한적이나 글로벌 유동성 축소 위험이 잠재하는 상황에서 돌발적인 NBFi_發 신용 경색이 은행권에 미칠 2차 파급영향에 유의할 필요

- 글로벌 은행산업 전체의 NBFi 부문에 대한 직접적인 익스포저가 크지 않고, 은행들의 재무 건전성도 과거보다 양호해 시스템 위기로 비화될 가능성은 제한적
 - 미국 은행산업의 비은행예금기관 익스포저(대출 및 거래상대방 익스포저 등)가 '15.1월 약 \$2,000억에서 '22.5월 \$6,000억으로 확대되었으나 총자산 대비 4.6%에 불과(JPM)
- 다만 지난 10여년간 경제 및 금융시스템 내에서 NBFi의 중요성이 크게 확대된 가운데 NBFi 위기의 간접 영향(경기둔화 폭 심화, 보유자산 가격 하락 등)에 주의가 요구
 - 일례로 OECD 국가들 가운데 은행보급률이 가장 낮은(성인의 37%만 은행계좌 보유) 멕시코에서는 NBFi의 신용공급이 경제에서 큰 역할을 담당
 - 멕시코 내 모기지 및 기업·자영업자 대출 공급에서 NBFi가 차지하는 비중은 각각 62.3% 및 59.3%로 상당. 소비자 신용의 경우 16%를 차지(그림 6)
- 향후 그레이스완*이라 할 수 있는 △은행의 부외off-B/S금융은 물론, 규제 사각지대로 파악이 힘든 △가상자산 및 P2P 대출 등 신종 NBFi의 위험에 주목할 필요

* Gary Swan: 이미 시장에 알려져 있거나 예측 가능한 악재이나 마땅한 해결책이 없는 위험이 항상 존재하는 상황

- 세계 최대 그림자금융('20년 GDP의 약 60%) 국가인 중국의 대표적 부외활동인 이재상품* WMP 분야에서 최근 은행들은 시장 불안 속 채권형 WMP의 환매요구 급증에 직면

* 중국 은행들이 판매하는 금융투자상품으로 MMF와 유사

- 중국 내 전체 WMP 판매 가운데 은행의 비중은 95% 이상으로 절대적
- 비미국계 은행들의 FX-swap · 선물환 · 통화스왑 거래 잔액은 \$39조로 장부상 달러화 채무의 2배 및 자기자본의 10배를 각각 초과하며 부외부채의 위험을 간과(BIS)
- 핀테크 발달로 새로운 종류의 NBFi인 가상자산 대출, P2P* 대출 등이 등장. 해당 부문의 시장규모는 상대적으로 작지만 금융안정을 위협하는 새로운 요인(FSB)

* Peer-to-Peer lending: 온라인 상에서 투자금을 모아 다른 개인이나 기업에 빌려주는 방식의 대출중개 서비스

- '22년 테라·루나 및 FTX 사태 등으로 촉발된 가상자산 플랫폼들의 연쇄 파산도 규제 미비, 과도한 레버리지 등 앞서 살펴본 사례들과 위기 전개 양상이 유사
- 국내 P2P 대출의 부실도 금융시장 불안을 확대. 부동산PF에서 연체 및 부실이 늘면서 온라인 P2P 업체를 통해 부동산에 자금을 투자한 개인투자자들의 손실이 우려

그림6 주요국 통화 강/약세폭과 외국인투자자금 추이

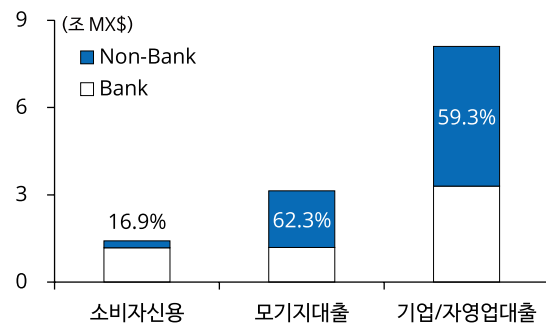
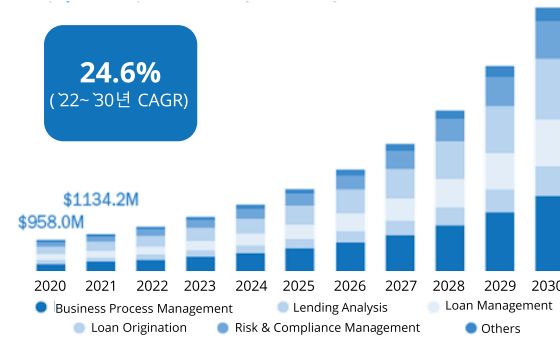


그림7 외환(FX)변동성과 금리(rates)변동성 추이



- 아울러 최근 글로벌 및 개별국가 차원에서는 그동안 느슨했던 NBF에 대한 규제를 강화하려는 움직임을 예의주시할 필요
 - 금융안정위원회FSB는 중앙은행 개입이 'frontstop'이 아닌 'backstop'이 될 수 있도록 '23년 중 NBF에 대한 기존 규제들을 조사 및 개선할 계획
 - FSB의 규제는 구속력이 없으나 G20 회원국들의 정책당국(규제당국, 중앙은행, 재무부 등)은 완성된 정책을 집행할 것을 약속(Refinitiv, '22.11.10일)
 - 영국의 경우, 중앙은행BoE과 감독당국(FCA, 연금규제기관 등)은 NBF 규제 마련 (LDI 레버리지상한 또는 자본원충장치 강화 등)을 위한 협력을 약속한 가운데, BoE는 내년 비은행금융 시장 취약성에 대한 첫번째 스트레스테스트를 실시할 계획
 - 美 상원 은행위원회 위원장은 핀테크 등 그림자금융이 전통적 은행에 요구되는 관리 감독 없이 운영되고 있다면서, 그 허점을 방지하기 위한 법안을 도입할 계획 발표

참고 2 FSB의 비은행금융중개기관NBF 분류 체계

○ 금융안정위원회FSB의 분류체계는 중앙은행, 은행 및 공적금융기관을 제외한 모든 금융기관들을 비은행 금융중개기관으로 분류

구분	내용
광의의 NBFs	중앙은행, 은행(예금취급기관) 및 공적금융기관을 제외한 모든 비은행금융기관
기타금융중개(OFs)	비은행금융중개기관 중 보험회사, 연기금 및 금융보조기관(financial auxiliaries) 제외, 투자펀드, 전속금융기관(CFIMs), 중앙청산기구(CCPs), 브로커-딜러, 금융회사, 신탁 회사 및 구조화금융기구 등을 포함
협의의 NBFs	신용중개활동에 참여하며 은행과 유사한 금융안정위협(만기/유동성 전환, 레버리지, 신용위험의 불완전 이전 등)을 내포하거나 규제차이를 얻고 있다고 감독당국이 평가하는 기관* * 집합투자기구, 여권사, 증권사, 신용보증기구, 유동화기구, 미분류 등

자료: FSB

03

칼럼

- 중국의 위드 코로나 전환과 경제 영향
백진규 신흥경제부 부전문위원

중국의 위드 코로나 전환과 경제 영향

백진규 | 신흥경제부 부전문위원

백지시위와 함께 시작된 위드 코로나 전환

작년 11월 베이징을 비롯한 중국 주요 도시에서 백지를 든 시민들이 시위에 나섰다. 고강도 제로 코로나 정책과 과도한 통제에 대한 반발로, 당국의 검열이 무서워 할 수 있는 말이 없으니 백지라도 들고 의사를 표시한 것이다. 그렇다고 다들 백지만 든 건 아니었는데, 일부 대학생들은 “우리는 황제를 원하지 않는다”며 시진핑 퇴진까지 주장하고 나섰다. 중국 공안의 제재에도 불구하고 산발적인 시위는 금년 초까지 이어졌으며 일부 지역에서는 시민들이 경찰차를 전복시킬 정도로 과격해지기도 했다. 또한 우리나라 서울을 비롯한 해외에서도 중국 유학생들이 백지시위를 이어가면서 주목을 받았다.

장기간 봉쇄를 경험한 중국인들의 코로나에 대한 두려움은 다른 나라 사람들과는 결이 다르다. 그도 그럴 것이, 아파트 단지에서 2~3명만 확진자가 나와도 전체 아파트를 봉쇄해 버리니 반역자가 되지 않기 위해서라도 조심하는 수밖에 없었던 것이다. 때문에 카타르 월드컵 경기장에서 수 만명의 관중들이 마스크를 쓰지 않고 응원하는 모습은 큰 충격이었으며 우루무치에서 코로나 봉쇄로 소방차의 진입을 허용하지 않아 사망자까지 발생한 화재 사건은 시민들의 공분을 사기에 충분했다.

1989년 천안문사태 이후 이런 대규모 시민 반발은 처음으로, 작년 10월 3연임을 확정된 시진핑 주석과 공산당 지도부 입장에서는 크게 당혹스런 일이었다. 제로 코로나가 인민들의 안전과 발

전을 보장하는 유일한 방법이라고 주장하던 중국은 부랴부랴 정책을 선회했는데 공산당 1당 체제(명목상 다당제지만) 답게 그 변화는 일사분란했다. 애초에 중국이 이렇게까지 봉쇄를 장기화할 것이라고는 아무도 생각하지 못했던 것처럼 위드 코로나 역시 벼락같이 시행된 것이다.

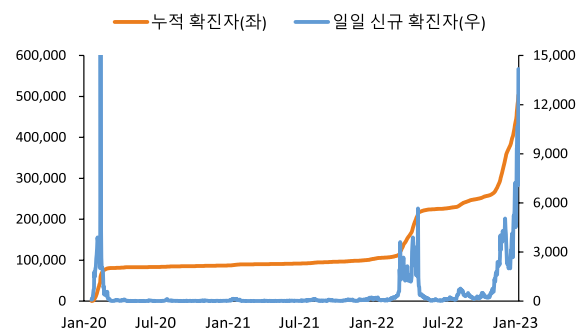
중국 방역당국은 작년 11월 확진자 격리 기간과 PCR 검사 횟수를 단축하더니 12월에는 항공편 한도제한 해제와 함께 해외여행을 재개했다. 그리고 금년 1.8일부터는 감염자 격리 중단, 해외 입국자 격리 해제 등을 시행하면서 2개월 만에 본격적인 위드 코로나 시대를 열었다. 중국의 의료 인프라 수준과 낮은 확진자 비율 등을 감안하면 점진적인 봉쇄 완화에 6개월 이상이 소요될 것이란 외부 기관들의 예상을 빚웃기라도 하듯 말이다.

매도 먼저 맞는게 낫다고 했건만

중국의 위드 코로나 전환은 늦어도 너무 늦었다. 미국, 유럽 등 주요국은 '22년 초부터 점진적으로 방역조치를 완화하기 시작했으나 중국은 4월 상하이로 전면 봉쇄했으며 그 후로도 지역별 봉쇄를 이어갔다. 고강도 봉쇄 영향으로 작년 2분기 성장률은 전년동기비 0.4%에 그쳤으며 연간 성장률도 3.0%로 46년만에 전세계 성장률(예상치 3.2%, IB 종합)을 하회할 것으로 보인다. 중국의 제로 코로나 장기화는 특히 부동산 시장에 직격탄으로 작용했으며 이는 경제 전반은 물론 정부 재정까지 압박하고 있다. 작년 12월까지 중국 주택가격은 역대 최장기간인 17개월 연속 하락했으며, Goldman Sachs는 봉쇄 장기화로 인한 부동산 시장 위축이 중국 성장률을 1.4%p 끌어내릴 수 있다고 분석하기도 했다. 중국은 도시 가계자산의 70%가 부동산으로 구성돼 있을 정도로 부동산 의존도가 높아, 주택 가격 하락은 다시 소비를 더욱 위축시키는 악순환을 일으켰다. 중국 금융당국은 경기 회복을 위해 인프라 투자 및 재정 지원을 확대했는데 지출은 늘린 반면 부동산 개발 둔화로 토지임대 세수가 줄어들면서 정부의 재정적자 비율은 '21년 6.1%에서 '22년 8.9%(IMF 전망치)까지 높아지기도 했다.

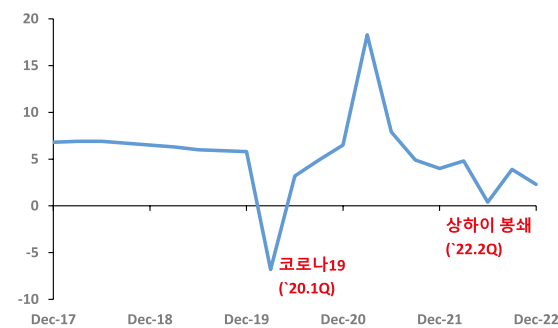
물론, 중국이 작년 말까지 봉쇄 완화에 그토록 소극적이었던 데는 나름의 이유가 있다. 먼저 의료 인프라가 부족한 만큼 확진자가 급증할 경우 대처하기 어렵다는 의견이 있었다. 중국의 인구 10만명당 간호인력 수는 선진국의 30% 수준이고 중환자실 병상은 약 8개로 독일의 20%에 불과하다. 또한 봉쇄 완화시 고령층 사망자만 150만명에 달할 것이란 전망까지 나오면서 체제 유지를 위해 제로 코로나 정책이 필요하다고 판단한 것으로 보인다.

그림1 중국 코로나 확진자 수



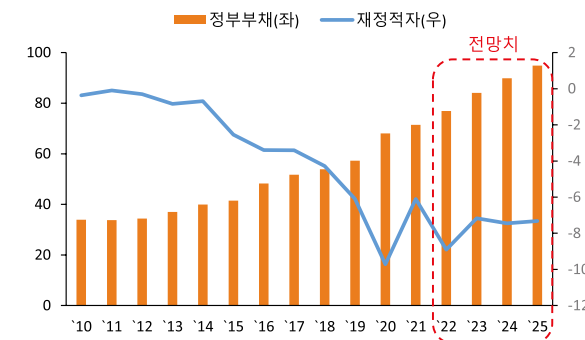
자료: CEIC

그림2 중국 분기별 성장률(%)



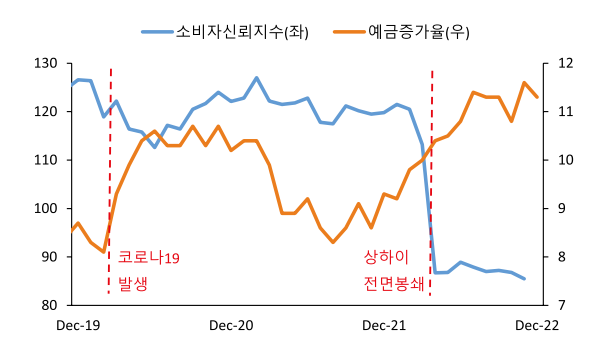
자료: Bloomberg

그림3 GDP 대비 부채 및 재정적자 비율(%)



자료: CEIC

그림4 소비자신뢰지수 및 예금 증가율



자료: CEIC

또 다른 중요한 이유가 있는데, 바로 중국 지도부의 자존심이다. 지금이야 '코로나19'라는 호칭이 익숙하지만 초기에만 해도 병명을 '우한 폐렴'으로 부를 만큼 중국발 전염병의 충격은 거셌다. 주요국들은 코로나 기원국인 중국을 맹비난했으며, 이에 중국은 외국산 백신을 수입하지 않고 버티면서 자국 백신을 개발한 뒤 이를 신흥국 등에 제공하면서 자신들이 충분한 역할을 하고 있다고 강조했다. 중국산 백신 시노백의 유효성이 51%로 화이자 95%에 비해 크게 낮아 물백신이라는 비난을 받는 상황에서 중국 지도부는 확진자 급증을 최대한 막고 싶었을 것이다. 실제로 중국 당국은 코로나 봉쇄 완화 직후인 12월부터 무증상 감염자 발표를 중단했는데, 이를 제외한 유증상 감염자 수는 1.8일 기준 1.4만명에 불과하다. 또한 공식적인 누적 사망자 역시 5,272명으로 이 수치를 믿는 사람은 아무도 없다.

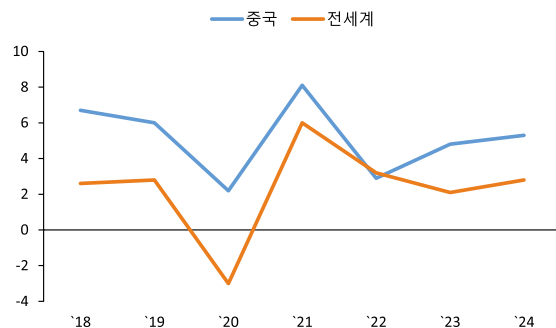
중국 현지 보도에 따르면, 실제로는 위드 코로나 전환 직후인 12월 한 달간 확진자는 약 5.5~6억명에 달하는 수준이다. 또한 베이징대학교 연구팀에 따르면 1.11일 기준 확진자는 약 9억명으로 전국 감염률이 64%에 달한다. 또한 일일 사망자가 2배 이상 급증(Airfinity 추정)하는 가운데 시민들의 불만도 커지고 있다. 화장 시설 부족 등으로 1주일 넘게 장례를 치르지 못하는 경우가 발생한 데다, 화이자의 경구용 치료제 팩스로비드를 고위층이 접대용 선물로 사재기했다는 소식까지 전해지면서다. 전에 없던 시민들의 반감은 향후 중국 정부에도 부담으로 작용할 수밖에 없다.

보복 소비에 힘입어 금년 성장률은 5%에 육박할 전망

그렇다면 위드 코로나로 본격 전환한 중국 경제는 앞으로 어떻게 될까? 1분기까지는 코로나 확진자 증가로 인한 과도기적 충격을 받더라도 2분기부터는 경제가 빠르게 회복될 것으로 보인다. 오히려 코로나 정점을 예상보다 빠르게 통과하면서 지역간 이동이 자유로워지면 이는 본격적인 경제 회복으로 이어질 전망이다.

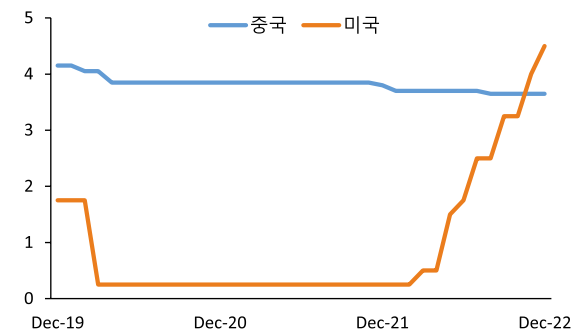
가장 큰 성장동력은 역시 소비다. 코로나 봉쇄로 자연스럽게 소비심리가 위축되면서 오히려 저축이 늘어난 탓에 지난 3년간 중국 가계의 초과 저축액은 6.6조위안(약 1,200조원)에 달할 것으로 추정된다. 앞으로 지역간 이동이 활발해질 경우 누적된 저축을 바탕으로 요식업, 여행, 명품 쇼핑 등 오프라인을 중심으로 보복 소비가 확대될 전망이다. 주요 지방정부들도 가전제품 소비 쿠폰을 발급하거나 자동차 구입 보조금을 지급하면서 소비 회복을 최우선 과제로 내세우고 있다.

그림5 중국·전세계 경제성장률 및 전망치(%)



자료: Bloomberg

그림6 미국과 중국의 기준금리(%)



자료: Bloomberg

그 외에도 중국 정부는 경기 회복 및 부동산 시장 부양 등을 위해 정부채권 발행, 기업규제 완화, 인프라 투자 등 조치를 내놓고 있다. 특히 약 4.4조위안에 달하는 지방정부 특별채권 한도액 대부분을 연초에 조기 집행하는 한편, 기업의 첨단기술 연구 등을 장려하면서 인프라 투자 증가율이 작년과 같이 높은 수준을 유지할 전망이다.

최근 주요 IB들도 금년 중국 성장전망치를 4.8%로 1달 전보다 0.2%p 상향 조정하면서 예상보다 빠른 위드 코로나 전환으로 금년 말까지 경제활동이 코로나 이전 수준을 회복할 것으로 보고 있다. 글로벌 경기 둔화로 인해 수출은 부진하겠으나, 위드 코로나 전환에 따른 소비 회복이 경제를 견인할 것이라 분석이다. 중국 내부 기관들의 전망은 더 긍정적인데, 작년 경제성장률이 3.0%로 잠재성장률 5.5%를 크게 하회한 점을 감안하면 봉쇄 완화 이후 기저효과로 2%p 정도의 추가 성장이 발생하면서 금년 성장률이 6%를 상회할 것이라 분석도 있다.

청개구리 중국, 글로벌 경제의 구원투수가 될 수 있을까

돌이켜 보면, 코로나 이후 중국은 여러가지 측면에서 다른 나라와는 차별화된 모습을 보여 왔다. 코로나 발생 초기 다른 국가들이 확진자 급증으로 생산 차질을 빚는 동안 중국은 일사분란한 봉쇄와 경기부양을 통해 전세계에 상품 및 의약품을 공급하는 역할을 훌륭히 수행한 것이다. 덕분에 주요국이 마이너스 성장을 기록한 '20년에도 중국은 2.2% 성장하면서 선방할 수 있었고 '21년 수출 증가율은 무려 29.9%에 달하면서 경제성장을 견인하기도 했다.

통화정책에서도 중국만의 특성이 드러났다. 코로나 직후 미국 등이 빠르게 금리를 인하하면서 마이너스 금리 시대를 열었던 것과 달리 중국은 금리 인하폭을 최소화했는데, 다시 작년부터 주요국이 인플레이션에 대응해 금리를 인상하는 동안에도 중국은 1년물 대출우대금리를 3.85%에서 3.65%까지 20bp 인하하면서 반대되는 행보를 보인 것이다. 또한 작년 중국의 물가상승률은 2.0%로 안정적인 모습을 보이면서 글로벌 인플레이션 압력 완화에 다소나마 기여하기도 했는데 이는 코로나 봉쇄에 따른 소비수요 둔화 영향이 컸다.

이러한 중국의 청개구리식 대응과 경제 흐름은 글로벌 정책 공조화 측면에서 부정적인 면도 있겠지만 긍정적인 면도 많다. 금년 중국의 경제 회복이 글로벌 경기 둔화를 헤치하는 수단이 될 수 있다는 점에서 특히 그렇다. 작년 12월 주요 IB들은 금년 세계경제 성장 전망치를 2.1%로 제시하고 미국(0.4%)과 유로존(-0.3%)의 성장 둔화를 전망하면서도 중국이 상대적으로 높은 4.8%의 성장률로 세계 경제에 기여할 것으로 보고 있다.

특히 아세안 경제는 중국과 더 긴밀한 연결 고리를 갖고 있어 직접적으로 수혜를 입을 것으로 기대된다. UBS는 태국(3.7%→4.0%)과 인도네시아(4.7%→4.9%)의 성장 전망을 상향 조정하면서 중국과의 무역 활성화 및 중국발 관광객 증가 등을 근거로 제시하기도 했다.

실제로 위드 코로나 전환 발표 직후인 작년 12.27일 중국 여행플랫폼 Ctrip의 해외 여행지 검색 횟수는 평소보다 10배 이상 급증하면서 해외 여행 기대감을 반영하고 있다. 중국인 해외 여행객 증가가 글로벌 경제에 미치는 영향은 생각보다 큰데, 코로나 직전인 '19년 한해 중국에서는 1.6억명이 해외 여행을 나갔으며 지출액은 베트남 GDP와 맞먹는 규모인 2,546억달러로 전세계 해외여행 지출의 17%를 차지했을 정도다. 특히 대만, 일본, 베트남에 이어 한국 관광객 비중이 4위를 차지하고 있어 우리 입장에서 주목할 만 하다.

다만, 단기적인 글로벌 공급망 차질과 일부 인플레이션 압력은 부정적으로 작용할 수 있어 유의

해야겠다. 최근 확진자가 폭증하면서 테슬라를 비롯한 중국 주요 공장들이 노동력 부족으로 인해 일부 생산을 중단했으며, 12월 제조업 PMI는 47.0까지 하락해 코로나 발발 직후인 '20.2월 이래 최저를 기록하기도 했다. 또한 작년 중국이 전세계 인플레이션 완화에 기여했다면, 올해엔 에너지 및 상품 수요 확대와 관광 비용 증가 등으로 인플레이션을 가중시킬 소지가 있다. S&P는 금년 중국의 에너지 수요가 하루 330만배럴 증가하면서 전세계 수요 증가분의 약 절반(47%)를 차지할 것으로 분석했으며 2분기까지 배럴당 원유 가격이 100달러로 높아질 수 있다고 내다봤다. 특히 중국 부동산 및 건설 경기가 회복될 경우 철강 등 기타 원자재 수요가 반등하면서 원자재 가격을 더욱 높일 수 있다.





최근 발간 보고서 목록

DECEMBER Day 01	- 국제원자재시장: 국제유가, 잠재 위험요인과 연말 효과 등으로 불안정한 움직임 예상 - 글로벌 리스크 위치
Day 02	[Fund Flow] 미국펀드 중심으로 전세계 주식 및 채권펀드 유출
Day 05	- 주간이슈(12.5): 금주 주요국 PMI, 유가, Credit Suisse에 주목 - 주간 Wall Street 인사이트(12.5) [은행] 글로벌 은행산업 트렌드(12.5) - EU와 G7, 러시아산 원유가격 상한선 \$60에 합의
Day 07	BIS, FX-swap과 선물환 거래 확대의 위험성 경고
Day 08	최근 미국 단기자금시장의 유동성 위축 우려 증대
Day 09	- 한국 CDS 프리미엄 급등락에 대한 평가 [Fund Flow] 글로벌 주식펀드 유출 지속, 채권펀드는 유입 전환 - 크레딧 스위스(Credit Suisse)의 자본확충 및 평가
Day 12	- 주간이슈(12.12): 금주 12월 FOMC 회의와 미국 11월 CPI에 주목 - 주간 Wall Street 인사이트(12.12) [은행] 글로벌 은행산업 트렌드(12.12)
Day 13	- 중국 역대 기업공개 규모 사상 최대 기록 - 최근 미국 국채와 회사채의 경기침체 반영도 비교 - IIF, 2023년 신흥국 자금흐름 개선 전망
Day 14	[은행] 글로벌 은행의 그림자, 비은행금융기관(NBFI) 리스크 점검 - 최근 중앙은행들의 금(金) 매입 배경 및 평가 - 저·중소득국의 대외부채 흐름과 특징 점검
Day 15	12월 FOMC 회의 결과 및 향후 전망 [은행] 2023년 글로벌 은행이 직면할 4대 'Cost' 도전 [은행] 전세계 BNPL(Buy Now Pay Later) 산업의 성장과 미래
Day 16	2023년 국제원유시장 전망 - 영란은행, '23년 상반기 중 금리인상 중단 가능성 - 매파적 정책기조 강화에 따른 ECB의 통화정책 전망 [Fund Flow] 글로벌 주식펀드, 북미 중심 유입 전환
Day 19	- 중국 경제공작회의 주요 내용 및 평가 - 주간이슈(12.19): 미국 11월 근원 PCE, 물가 반락을 재확인시킬지 주목 - 주간 Wall Street 인사이트(12.19) [은행] 글로벌 은행산업 트렌드(12.19)
Day 20	일본은행의 수익률곡선제어정책 조정 관련 평가
Day 22	- 미 달러화에 대한 해외시각 변화 점검 2023년 글로벌 주요 통화 전망 - 미국의 가상자산 규제 현황과 향후 전망
Day 23	2023년 중국 경제 전망 - 중국발 글로벌 인플레이션 불확실성 우려 [22.12월] 국제금융 INSIGHT [Fund Flow] 미국 주식 및 채권펀드 모두 큰 폭 유출
Day 26	- EU 탄소국경조정제도(CBAM) 주요 내용 및 평가 - 주간이슈(12.26): 금주 미국 노동시장 지표와 중국 코로나19 확산에 주목 - 주간 Wall Street 인사이트(12.26) [은행] 글로벌 은행산업 트렌드(12.26)

Day 27	2023년 신흥국 경제 전망 - 엔캐리 트레이드 청산 가능성 분석 - 중국의 코로나 정책 전환과 경제 영향
Day 28	- 주요국 금융안정보고서가 제시하는 리스크 - 최근 외국인의 신흥국 주식자금 유출입 변화 - 최근 일본 생보사들의 자산배분 변화와 시사점
Day 29	2023년 한국계 외화채권 발행시장 전망
Day 30	2023년 미국 경제 전망
Day 31	[Fund Flow] 선진국·신흥국 주식펀드 동반 유입
JANUARY Day 01	- 주간이슈(1.2) : 미국 12월 고용지표와 FOMC 의사록에 주목 - 주간 Wall Street 인사이트(1.2) 2023년 중국 금융시장 전망 - 스위스 외환보유액 급감 배경 및 시사점 [은행] 글로벌 은행산업 트렌드(1.2) [23.1월] 국제원자재시장: 국제유가, 제한된 범위 내에서 저점을 높여 나갈 가능성 - 중국 외환당국, 거래시간 연장 및 통화 바스켓 조정
Day 03	2023년 일본경제 전망과 시사점 2023년 미국 국채시장 수급 전망
Day 05	23년 유로존 경제전망 및 주요이슈 [23.1월] 글로벌 리스크 위치 - 중국의 코로나 확산 현황 및 전망 - 이집트 외환시장 불안 배경 및 시사점
Day 06	2023년 글로벌 주식시장 여건 및 전망 [Fund Flow] 글로벌 주식펀드 유출·채권펀드 유입 전환
Day 09	- 주간이슈(1.9): 미국 12월 CPI, 기초적 하락추세 확인 여부에 주목 2023년 글로벌 자금흐름 전망 - 주간 Wall Street 인사이트(1.9) - 미국의 전략비축유(SPR) 재비축 계획 및 영향 [은행] 글로벌 은행산업 트렌드(1.9)
Day 10	2023년 외국인의 국내 증권투자자금 전망 - 최근 위안화 강세 배경 및 시사점
Day 11	2023년 원-달러 스왑시장 전망 2023년 글로벌 교역 전망
Day 12	2023년 글로벌 금융시스템 리스크 서베이 결과
Day 13	- 미국의 소비자물가 상승률 6개월 연속 하락 [Fund Flow] 글로벌 주식 및 채권펀드 모두 유입 [은행] 미국 중소은행의 5가지 혁신 사례
Day 16	- 주간이슈(1.16): 중국 4분기 GDP와 BOJ 통화정책회의에 주목 - 인도는 글로벌 은행들에게 기회의 땅이 될까? - 주간 Wall Street 인사이트(1.16) [은행] 글로벌 은행산업 트렌드(1.16)
Day 17	- 연준과 금융시장의 인식 차이 및 평가 - 중국 4분기 GDP 성장률 2.9%로 둔화
Day 18	- 유럽 및 북미 겨울철 이상고온의 영향 및 평가 - 중국 경제의 소비 활성화 기대 및 제약요인 점검 - 일본은행의 통화정책 유지 결정에 대한 평가
Day 19	미국 국채금리 급락 배경 및 평가
Day 20	[은행] 미국 주요 은행의 '22년 4분기 실적 및 '23년 전망 - 유로존 경기침체 전망에 대한 시각 변화 점검 [Fund Flow] 신흥국 주식·채권 펀드 자금 유입 급증
Day 23	주간이슈(1.23): 금주 미국 4분기 GDP와 12월 근원 PCE에 주목



Korea Center for International Finance

국제금융 **INSIGHT**



국제금융센터
Korea Center for International Finance